

“速”食主义，别有“冻”天

——速冻食品行业深度报告

优于大势

上次评级: 优于大势

报告摘要:

对比美日等发达市场，我国速冻食品行业发展空间广阔。目前，我国速冻食品人均消费量不到美国的 1/6，日本的 1/2，仍有较大空间。同时对比日本，我国龙头企业市占率仅 10% 左右，预计未来市场可以容纳 1-2 家市占率超 20% 的龙头企业，整合空间较大。随着速冻食品接受程度提高，配套基础设施逐渐成熟，我国速冻食品行业仍具有巨大发展潜力。火锅料制品行业龙头品牌崛起，速冻新式面点黑马辈出，预制菜肴有望成为新蓝海。根据 Frost & Sullivan 的研究数据，我国速冻食品行业规模由 2013 年的 828 亿元增长至 2019 年的 1400 亿元，CAGR 为 10.0%，速冻食品行业千亿蛋糕不断壮大。其中火锅料行业发展迅速，进入洗牌整合新阶段，对于火锅料企业的供应链、资金、品质的要求逐渐提升，三全、安井等龙头规模优势出现，市占率进一步提升。新式面点成为速冻米面行业新突破口，爆款新品面点成为新兴企业进入市场的重要途径。预制菜肴类仍处起步阶段，借助餐饮行业东风，需求端进一步扩大，新兴蓝海市场待开拓。

速冻食品行业供需两旺，冷链发展助力行业增长。目前我国消费端家庭需求占比多于餐饮端，疫情催生家庭端速冻食品消费新高点，强化消费者习惯养成，快节奏就餐习惯培育年轻一代对于速冻食品需求持续增长。但对标海外成熟市场，BC 消费结构仍有调整空间，随着火锅类餐饮崛起，中央厨房模式催生餐饮模式再升级，餐饮端需求仍有广阔发展空间。随着新零售模式兴起，全国冷链辐射半径加大，冷链升级为速冻食品保驾护航。龙头企业扩产增能，注重新品研发，强化供应端基础。

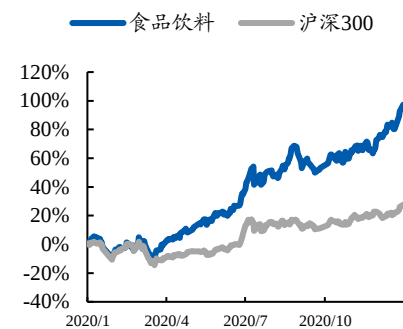
行业内各可比标的公司核心壁垒特征明显，疫情红利下，2C 企业受益明显，业绩迎来新突破。其中，三全食品依靠水饺、汤圆、面点三张王牌，加之红标、绿标渠道优化管理模式，推出涮烤汇、早餐、备餐场景概念，老派龙头地位稳固；安井食品依靠销地产模式，BC 双轮驱动，推出大单品战略，结合全国化渠道优势，发展势头正盛；海欣食品强化 C 端布局，注重线上化销售模式，扩产增能打好基础；惠发食品依托丸制品和油炸品两大主力产品，重视商场渠道优化，精细化管理经销商渠道，不断加强新品研发进程；千味央厨背靠大牌合作企业，定制品和通用品相结合，高比例自产保证产品品质，客户保有率高，以定制研发为主，自主研发为辅，挖掘面点赛道新机会。

风险提示：食品安全问题；原材料成本上涨；行业竞争加剧

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
安井食品	196.81	1.58	2.44	3.16	124.56	80.66	62.28	买入
三全食品	26.49	0.28	0.91	1.09	94.61	29.11	24.30	买入
巴比食品	40.82	0.62	0.56	0.64	65.84	72.89	63.78	买入

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	14%	29%	96%
相对收益	10%	14%	69%

行业数据

成分股数量 (只)	109
总市值 (亿)	28676
流通市值 (亿)	24791
市盈率 (倍)	52.11
市净率 (倍)	7.96
成分股总营收 (亿)	2629
成分股总净利润 (亿)	475
成分股资产负债率 (%)	341.24

相关报告

- 《三全食品 (002216): 商超端产品结构优化，盈利能力稳步提升》 --20201028
- 《安井食品 (603345): 市场精耕新品放量，提价红利持续显现》 --20201027
- 《巴比食品 (605338): 疫情受控销量恢复，期待业绩增长提速》 --20201027
- 《三全食品 (002216): 聚焦三大核心场景，渠道结构进一步改善》 --20201014
- 《三全食品 (002216): 产品结构逐步优化，渠道质量持续改善》 --20200820
- 《安井食品 (603345): 提价红利持续显现，新渠道建设效果显著》 --20200820

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001

021-20361174 liqiang@nesc.cn

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

目 录

1.	我国速冻食品行业起步较晚，对标海外仍有较大空间	5
1.1.	速冻行业历史沿革	5
1.2.	速冻食品行业发展迅速，新增企业数量保持高增速	7
1.3.	对比欧美等发达市场，我国速冻食品行业发展空间广阔	8
1.4.	速冻食品行业供需两旺，规模持续增长	11
1.4.1.	需求端：我国速冻食品行业 B、C 端需求持续旺盛	11
1.4.1.1.	家庭需求：满足快节奏生活需求，契合强消费力年轻人，疫情培养速冻食品消费习惯	12
1.4.1.2.	餐饮需求：速冻食品火锅赛道应用广泛，中央厨房模式解决 B 端痛点	13
1.4.2.	供应端：速冻食品行业生产供应条件改善，产研协同作战	16
1.4.2.1.	冷链运输快速发展，速冻食品辐射半径扩大	16
1.4.2.2.	龙头企业产能不断扩张，研发进程加速	18
1.5.	细分子行业赛道，新式面点异军突起，火锅底料风头正盛，预制菜肴新兴蓝海	19
1.5.1.	传统速冻米面行业趋于稳定，新式面点创新带来新突破	19
1.5.2.	速冻火锅料行业发展迅速，进入洗牌整合新阶段	20
1.5.3.	借助餐饮行业东风，速冻预制菜肴渗透率有望提升	21
2.	速冻行业百花齐放，核心壁垒特征明显	22
2.1.	三全食品：速冻米面行业先行者，新时期踊跃拓展新领域	22
2.2.	安井食品：BC 兼顾双轮驱动，先发优势成型领跑火锅料赛道	24
2.3.	海欣食品：深耕中高端鱼丸品类，全新注力速冻米面市场	28
2.4.	惠发食品：速冻肉制品行业领导者，供应链服务建设效果明显	30
2.5.	千味央厨：聚焦服务餐饮 B 端，直营经销双管齐下	32
3.	三全产品结构持续优化，安井控费有效稳健增长	35
3.1.	三全营收常年领跑，安井营收差距加速缩小	35
3.2.	千味央厨高效控费净利率亮眼，三全产品结构优化净利率回升	36
3.3.	安井投资回报率稳健，三全有望迎来新的价值发现	37

图表目录

图 1: 速冻食品种类多样	5
图 2: 中国速冻食品行业产业链	6
图 3: 速冻品行业发展历程	7
图 4: 速冻食品千亿市场蛋糕不断壮大	7
图 5: 速冻食品新增企业数量逐年递增	8
图 6: 全球速冻食品市场规模稳定增长	8
图 7: 19 年中国速冻食品人均消费量较低 (kg/人)	8
图 8: 日本城镇化率	9
图 9: 目前中国城镇化率相当于日本 60 年代水平	9
图 10: 我国整体人均 GDP 处于日本 80 年代水平	9
图 11: 日本速冻食品产量 (吨) 逐年增长	9
图 12: 中国城镇居民冰箱及微波炉每百户拥有量稳步上升	10
图 13: 我国人均冷库仓储容量与发达国家差距较大 (立方米)	10
图 14: 日本速冻食品工厂数逐年缩减	11
图 15: 日本速冻食品整体竞争格局	11
图 16: 中美日速冻品行业零售端 CR3	11
图 17: 速冻品相比消费端传统烹饪更节省时间	12
图 18: 90 后消费者贷款用户占比最高	13
图 19: 90 后占外卖消费比重最高	13
图 20: 2020 疫情春节期间各类速冻食品电商平台同比增长量	13
图 21: 火锅料产品应用场景增多	14
图 22: 全国商铺租金成本屡创新高	15
图 23: 消费端省时便捷	15
图 24: 餐饮端节省成本提高效率	15
图 25: 中国冷链运输网络向内陆渗透	17
图 26: 我国冷链物流产业链	18
图 27: 我国食品冷链物流总额持续增长	18
图 28: 安井产能以及产能利用率不断提升	18
图 29: 惠发产能以及产能利用率蓄势待发	18
图 30: 安井重研发投入引领风潮	19
图 31: 安井新品营收贡献率不断提高	19
图 32: 速冻米面市场规模占据速冻食品半壁江山	19
图 33: 中国速冻米面食品行业市场规模趋于稳定	19
图 34: 速冻米面 CR4 割据态势明显	20
图 35: 速冻米面食品市场品类产量结构	20
图 36: 速冻火锅料 CR5 仅 15%	20
图 37: 速冻肉制品和鱼糜制品占火锅料比重	20
图 38: 速冻火锅料各品类产值变化趋势	21
图 39: 火锅已成为中国餐饮业第一大品类	21
图 40: 我国餐饮营业额稳步增长	22
图 41: 三全发展史上创造多项全国第一	22
图 42: 三全产品分类丰富	22
图 43: 水饺、汤圆、面点三大系列营收占比突出	23

图 44: 三全涮烤汇	23
图 45: 部分三全合作品牌	23
图 46: 三全绿标产品销售流程	24
图 47: 三全红标产品销售流程	24
图 48: 安井速冻米面制品品类丰富	25
图 49: 安井产品结构差异化战略与时俱进	25
图 50: 安井 2013-2016H1 前十大单品营收占比不断加大	26
图 51: 三全安井渠道及布局对比	26
图 52: 安井“销地产”模式已完成全国布局	27
图 53: 安井食品运费占收入比重逐年降低	27
图 54: 安井销售费用率维持低位	27
图 55: 安井营销网络已完成全国化布局	28
图 56: 海欣主要产品系列	29
图 57: 小红书博主力推海欣鱼丸	29
图 58: 海欣食品天猫旗舰店直播带货	29
图 59: 惠发产品分类图鉴	30
图 60: 丸制品及油炸品收入贡献率超一半	31
图 61: 惠发研发投入占营收比例领先同行	32
图 62: 千味央厨重客众多	33
图 63: 千味央厨产品图	33
图 64: 千味央厨油条产品应用场景丰富	34
图 65: 定制研发为主, 自主研发为辅	34
图 66: 千味央厨主要销售产品结构	35
图 67: 定制品与通用品经营模式差异	35
图 68: 2015-2020H1 冻品行业主要公司营收及其增长率对比	36
图 69: 2015-2020H1 冻品行业主要公司净利率对比	36
图 70: 2015-2020H1 冻品行业主要公司费用率对比	37
图 71: 2015-2020H1 冻品行业主要公司毛利率对比	37
图 72: 2015-2020H1 冻品行业主要公司 ROE 对比	38
图 73: 2015-2020H1 冻品行业主要公司权益乘数对比	38
图 74: 2015-20H1 冻品行业主要公司资产周转率对比	38
表 1: 中国速冻食品客户端占比	11
表 2: 有无中央厨房成本效益对比	15
表 3: 主要规模以上速冻食品公司地域分布	17
表 4: 三全产能布局覆盖全国	24
表 5: 海欣产能规划	30
表 6: 惠发经销商模式占主导	31
表 7: 2019 年惠发产销量情况分析表	31

1. 我国速冻食品行业起步较晚，对标海外仍有较大空间

速冻食品以米、面、肉类、蔬菜等为原料，通过急速低温(-18℃以下)工艺进行加工，并在连贯低温条件下进行运输储存，能够最大限度的保存食品营养，具有美味、方便、健康、卫生、营养、实惠的优点。速冻食品按产品种类可以分为速冻米面、火锅料制品以及预制菜肴类。就具体品种明细来看，速冻米面通常包括速冻水饺、汤圆、包子、粽子等；火锅料制品通常包含速冻鱼糜制品和速冻肉制品，如牛丸、鱼丸、蟹棒等；速冻预制菜肴则包括天妇罗、藕夹、薯饼、酥肉等即烹即配制的成品或半成品。

图 1：速冻食品种类多样

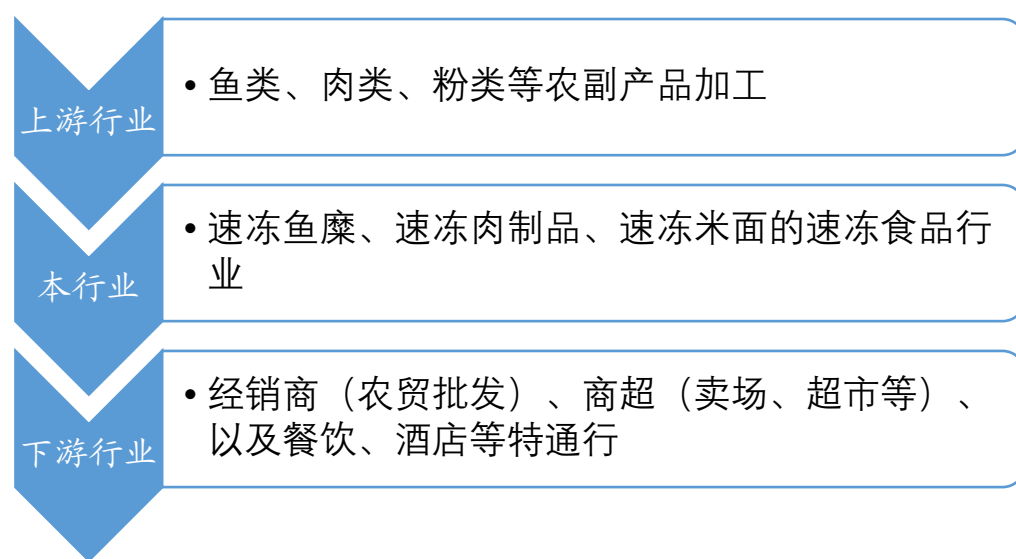
米面制品	 饺子	 汤圆	 包子	 春卷	 小笼包
火锅料制品	 撒尿牛肉丸	 鱼籽包	 虾丸	 蟹柳	 鱼豆腐
预制菜肴	 蛋饺	 千页豆腐	 酥肉	 天妇罗	 炸鸡块

数据来源：东北证券

1.1. 速冻行业历史沿革

速冻食品于二十世纪三十年代起源于美国。由于消费者对速冻食品缺乏必要的认识，以及配套服务设施发展不健全，行业发展十分缓慢。二次世界大战后，速冻食品迅速发展起来，1948-1953 年美国系统研究了速冻食品，提出了著名的 T、T、T 概念（指食品在生产、储藏及流通各个环节中，经历的时间（Time）和经受的温度（Temperature）对其品质的容许限度（Tolerance）的影响。），并制定了《冷冻食品制造法规》。此后，伴随着技术崛起及冷冻食品制造规范化，速冻食品实现工业化生产，行业迅速发展，产品深受消费者青睐。特别是果蔬单体快速冻结技术的开发，开创了速冻食品新局面。随后于 70 年代速冻食品工艺在日本得到锤炼，首先在餐饮业进入公众视野。

图 2：中国速冻食品行业产业链



数据来源：前瞻产业研究院，东北证券

我国速冻食品行业迅速成长，发展历程可分为四个阶段：

80 年代-90 年代中，起步拓展期。随着改革开放与社会主义市场经济化改革的进行，我国食品加工工业进入新纪元，速冻汤圆、速冻水饺、速冻粽子于此时出现并试验生产。

90 年代末-2005 年，萌芽期。得益于生产及储存设备、冷链运输水平的高速发展，速冻米面制品，速冻鱼糜制品都开始实现规模化生产与销售，在全国多地涌现出众多相关品牌，例如华北地区主要生产速冻米面制品的三全、思念等，东南地区主要生产速冻鱼糜制品的安井、海欣等。

2005 年-2015 年，整合发展期。随着城镇化水平发展和生活节奏的加快，速冻食品逐步得到消费者认可，消费市场进一步扩大，企业更加重视产品创新，水果汤圆、寿桃包、红糖馒头、片棒丸类鱼糜制品都于此时上市，后者开始广泛运用于关东煮、麻辣烫、烧烤等消费形式中。

2015 年以后，兴盛期。伴随着冷链的发展及餐饮行业的流程化与标准化发展对速冻食品行业指明了新的发展方向，同时随着电子商务的发展，互联网+为速冻食品行业打开了新的局面。

图 3: 速冻品行业发展历程

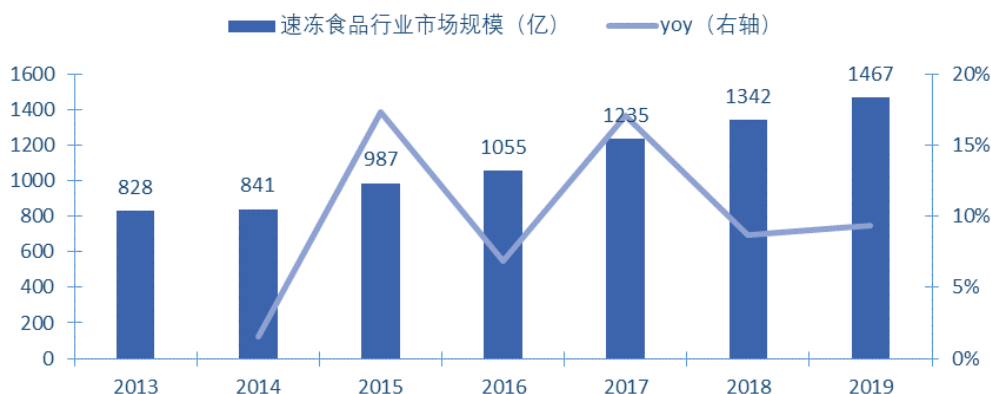
起步拓展期	萌芽期	整合发展期	兴盛期
上世纪80年代-90年代中期	90年代末-2005年	2005年-2015年	2015-至今
社会主义市场化改革	生产设备与冷链运输发展	城镇化水平发展	电子商务发展
速冻汤圆、水饺、粽子出现并实验生产	国内涌现众多品牌,例如三全、思念、安井、海欣等	企业重视产品创新,开拓水果汤圆、寿桃包、棒类鱼糜制品等。	餐饮业流程化与标准化对速冻食品行业提出新的要求与期待

数据来源: 安井食品招股说明书, 东北证券

1.2. 速冻食品行业发展迅速, 新增企业数量保持高增速

速冻食品千亿市场蛋糕不断壮大, 饮食便捷化浪潮来袭。根据 Frost &Sullivan 的研究数据, 我国速冻食品行业规模由 2013 年的 828 亿元增长至 2019 年的 1400 亿元, CAGR 为 10.0%。现今生活节奏加快, 烹饪环节多且复杂, 年轻人下厨时间较少, 意愿不强烈。速冻食品满足了容易烹饪、营养健康的要求, 顺应了年轻人懒、宅的心理。且速冻食物不添加防腐剂, 依靠低温保鲜保质, 符合人们追求健康、卫生的消费观念, 因此在家庭餐桌上愈加常见。同时国内餐饮渠道的消费需求逐渐壮大, 促使中国速冻食品行业整体市场规模持续增长。

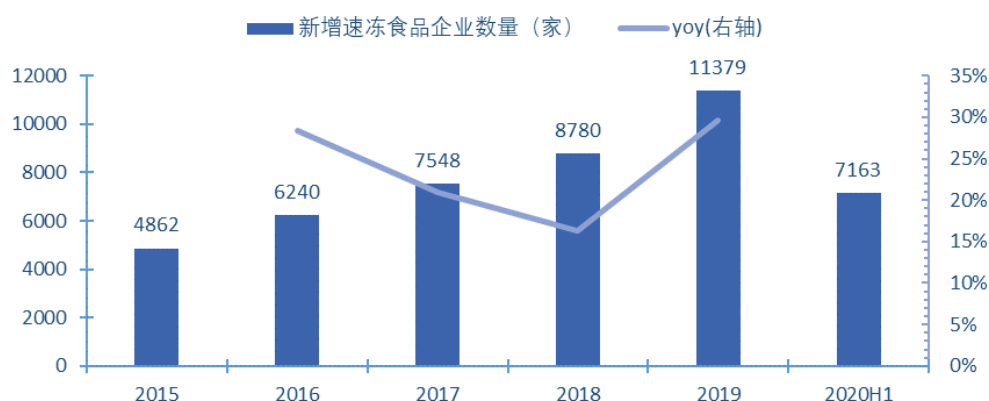
图 4: 速冻食品千亿市场蛋糕不断壮大



数据来源: Frost &Sullivan, 东北证券

速冻食品企业数量增长迅速, 行业发展势头强劲。2019 年国内新增速冻食品企业 11379 家, 较 2015 年新增的 4862 家上涨 134%, 年均复合增长率 23.69%。此外, 2020 年上半年国内新增速冻食品企业 7163 家, 已达 2019 年全年新增数量的 63%。我国速冻食品企业数量呈现不断增加的发展态势, 行业发展势头强劲。

图 5：速冻食品新增企业数量逐年递增



数据来源：中国产业信息网，东北证券

1.3. 对比欧美等发达市场，我国速冻食品行业发展空间广阔

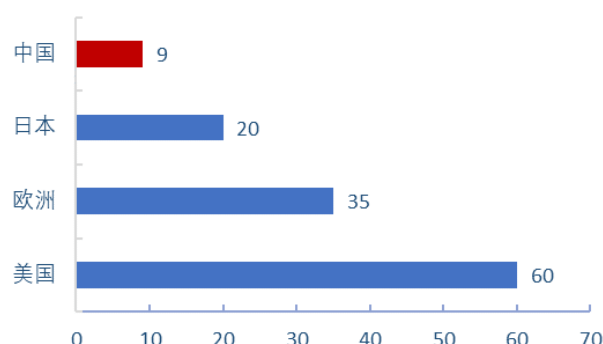
我国速冻食品人均消费量仍处较低水平，未来行业发展空间广阔。速冻食品由于具有安全卫生、食用方便、营养美味和成本低等特点，愈发受到全世界尤其是发达国家人民的欢迎，全球速冻食品市场规模保持稳定的增长态势。目前，美国已经成为世界上速冻食品产量最大、人均消费量最高的国家，年产量达 2000 万吨，品种超 3000 种，人均年消费量在 60 千克以上，速冻食品占据整个食品行业的 60%-70%。欧洲速冻食品的消费仅次于美国，年消费量超 1000 万吨，人均年消费量 30-40 千克。日本是世界速冻食品的第三大消费市场，亚洲第一大消费市场，年消费量超 300 万吨，品种超 3000 种，仅烹饪调制食品就多达 2400 余种。目前，我国速冻食品人均消费量不到美国的 1/6，是欧洲的 1/4，日本的 1/2，未来随着速冻食品接受程度提高，配套基础设施逐渐成熟，我国速冻食品行业对标海外仍有两倍以上空间。

图 6：全球速冻食品市场规模稳定增长



数据来源：前瞻产业研究院，东北证券

图 7：19 年中国速冻食品人均消费量较低 (kg/人)

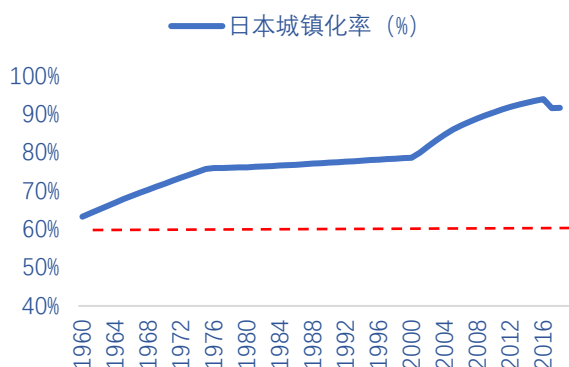


数据来源：中国产业信息网，东北证券

对标海外，经济越发达区域对速冻食品的需求越旺盛。1964 年东京奥运会速冻食品开始大规模进入日本消费者的视野，随着城镇化的迅速开展，日本酒店及餐饮店开始大范围采购和使用速冻食品。同时人均可支配收入的增长，日本消费者外出就餐比例提高，速冻食品在 B 端迅速打开局面。以日本为参照，目前我国发达地区 GDP

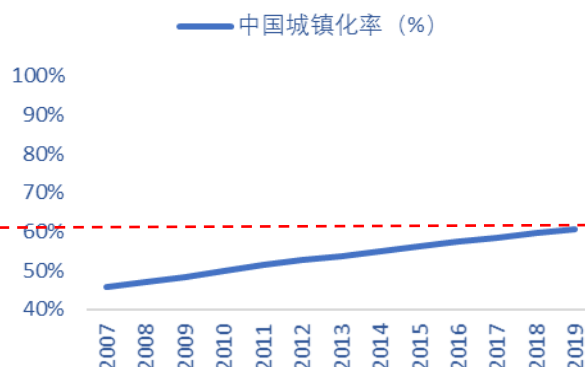
水平相当于日本 90 年代水平，整体人均 GDP 相当于日本 80 年代的水平，城镇化率处于日本 60 年代的水平。在 1980 至 2000 年日本 GDP 经历了爆发式增长的阶段，与此同时日本速冻食品也于 1979 年至 1997 年间经历了快速增长阶段，速冻食品的生产量翻了三番，通过借鉴日本速冻食品与经济水平成正比的发展经验，可以推测我国速冻食品行业市场具有巨大发展前景。

图 8：日本城镇化率



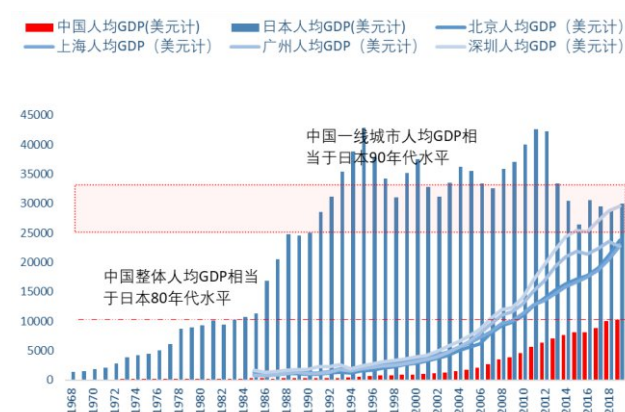
数据来源：日本内阁府，东北证券

图 9：目前中国城镇化率相当于日本 60 年代水平



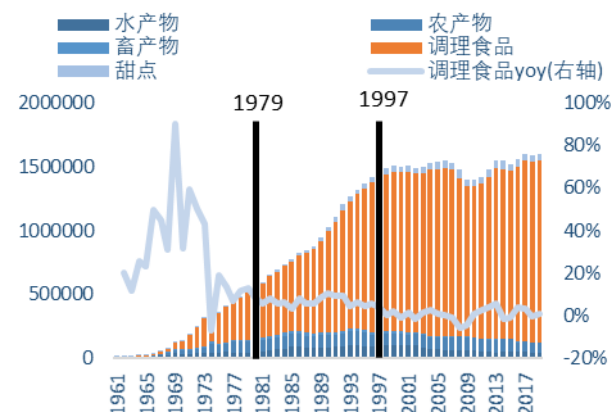
数据来源：国家统计局，东北证券

图 10：我国整体人均 GDP 处于日本 80 年代水平



数据来源：国家统计局，日本内阁府，东北证券

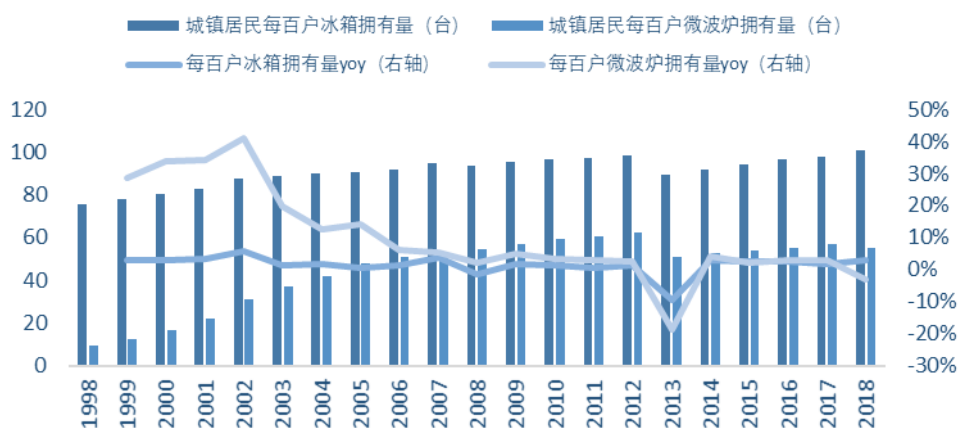
图 11：日本速冻食品产量（吨）逐年增长



数据来源：日本冷冻食品协会，东北证券

家电普及与速冻食品发展相辅相成，推动我国速冻食品行业进入兴盛期。参考日本的经验，家电普及对速冻食品行业发展具有显著推动作用。1965 年至 1980 年日本电冰箱普及率由 50% 提升至 96%，家电普及解决了速冻食品存储及加热的问题，速冻食品随之拓展到 C 端。在我国速冻食品的起步阶段，中国城镇居民对冰箱和微波炉的每百户拥有率分别不足 75% 和 10%，90 年代末至 2015 年，随着城镇化水平发展，家电普及率快速提升，目前我国冰箱已基本完成全覆盖，微波炉覆盖率较 1998 年提升了近 6 倍，速冻食品行业在 15 年间从萌芽期发展至整合发展期。2015 年后，家电普及率呈现稳定态势，我国速冻食品行业才真正步入兴盛期。

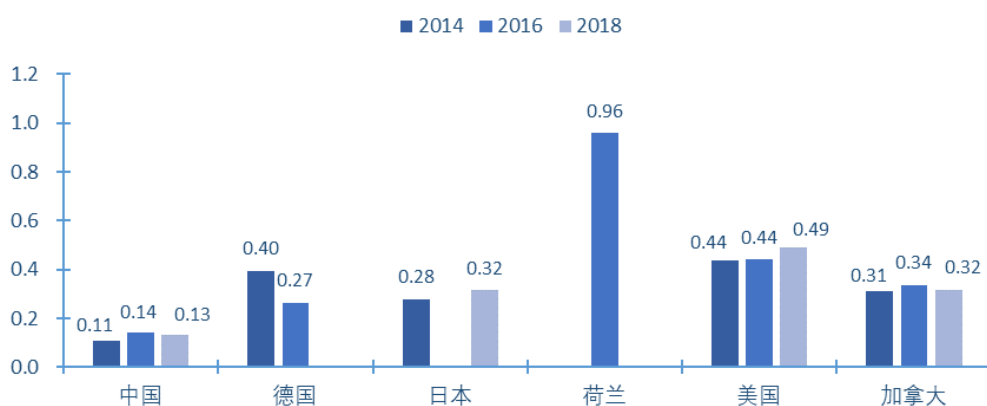
图 12：中国城镇居民冰箱及微波炉每百户拥有量稳步上升



数据来源：国家统计局，东北证券

我国冷库基础设施较为薄弱，速冻食品覆盖范围有待拓宽。速冻冷库在速冻食品的运输、储存方面起着至关重要的作用，减少有机物质的消耗，降低食品霉变率。同时，速冻冷库还可抑制某些食物中后熟酶的活性，抑制乙烯等的产生，保持新鲜度的同时保障食品原有的口感与风味。对比发达国家，我国人均冷库仓储容量较低。2018 年我国人均冷藏仓储容量仅 0.132 立方米，日本为 0.315 立方米，美国为 0.49 立方米，加拿大为 0.316 立方米，不足日本及加拿大的 1/3,美国的 1/4。我国人均仓储容量仍有较大的提升空间，速冻食品的覆盖范围有待拓宽。

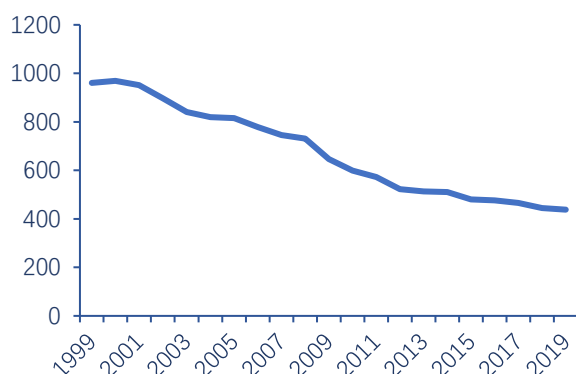
图 13：我国人均冷库仓储容量与发达国家差距较大（立方米）



数据来源：国家冷藏仓库协会，东北证券

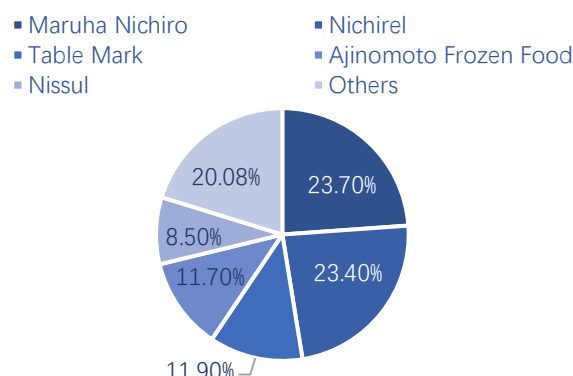
我国速冻食品格局仍然较为分散，对比海外仍有较大整合空间。由于我国速冻行业起步较晚，根据 Euromonitor 的数据，我国速冻品行业零售端 CR3 仅 17%，对比美日仍有 1.5-2 倍空间。日本自 90 年代以来行业加速整合，速冻食品工厂数量由 1999 年的 961 家减少至 2019 年的 438 家。日本整体市占率前两大企业为 Maruha Nichiro 与 Nichirel，分别占比 23.7%与 23.4%。对比日本，我国龙头企业市占率仅 10%左右，预计未来市场可以容纳 1-2 家市占率 20%以上的龙头企业，未来速冻品行业仍有较大整合空间。

图 14：日本速冻食品工厂数逐年缩减



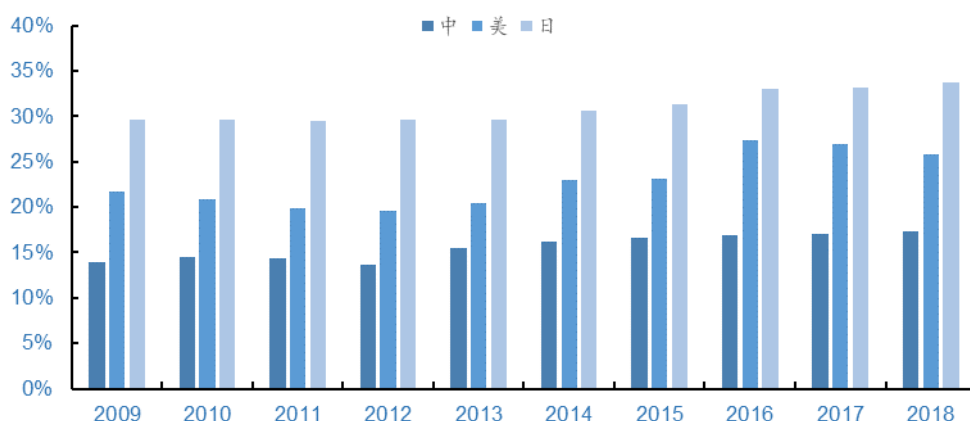
数据来源：日本冷冻食品协会，东北证券

图 15：日本速冻食品整体竞争格局



数据来源：Nichirel 官网，东北证券

图 16：中美日速冻品行业零售端 CR3



数据来源：Euromonitor，东北证券

1.4. 速冻食品行业供需两旺，规模持续增长

1.4.1. 需求端：我国速冻食品行业 B、C 端需求持续旺盛

我国速冻食品需求 C 端占七成，B 端发展空间巨大。根据 IBIS 数据显示，目前我国家庭和餐饮的消费结构约为 7:3，对比海外，发达国家的餐饮业务占比通常在 50% 以上，我国的 B 端消费市场占比偏低。随着速冻食品行业的竞争日益加剧，依附于零售终端的销售模式，已难以满足速冻食品企业的快速发展，加大对餐饮渠道的开发力度，将是业内各企业的迫切之选，我国的餐饮端仍具有较大的发展空间。

表 1：中国速冻食品客户端占比

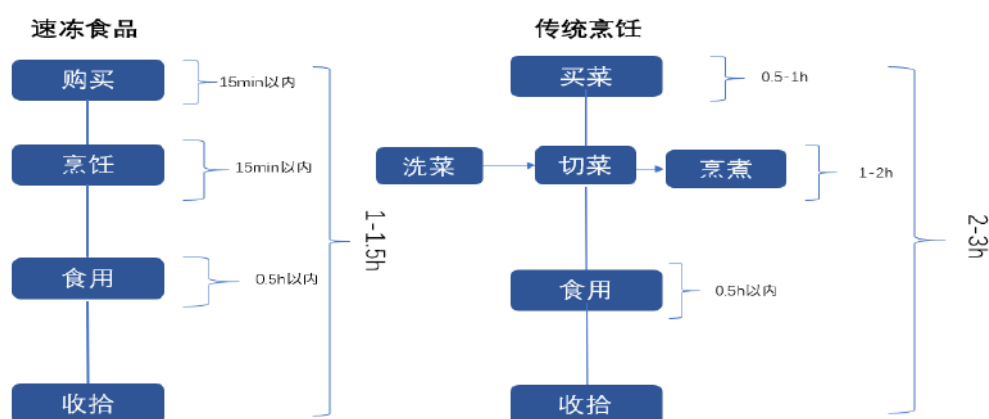
类别	整体市场规模 (亿元)	家庭通路比例	家庭通路市场规模 (亿元)	餐饮通路比例	餐饮通路市场规模 (亿元)
速冻食品	1235	64%	796.38	36%	438.62
速冻火锅料	411	40%	164.4	60%	246.6
速冻米面	647	84%	543.48	16%	103.52
其他	177	50%	88.5	50%	88.50

数据来源：IBIS，东北证券

1.4.1.1. 家庭需求：满足快节奏生活需求，契合强消费力年轻人，疫情培养速冻食品消费习惯

速冻食品有效缩短家庭烹饪时长，高效便捷烹饪方式受到青睐。经济发展水平的提高与家庭结构小型化以及生活节奏的进一步加快，对家庭烹饪劳动提出了新的要求，美味、便捷、健康成为家庭烹饪劳动的新侧重点。相较于传统烹饪，冻品烹饪有效解决了环节多、用时长的问题，提高了烹饪的便捷性，满足了现代家庭高效烹饪的需求。

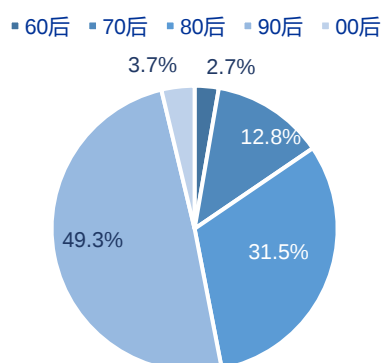
图 17：速冻品相比消费端传统烹饪更节省时间



数据来源：公开资料整理，东北证券

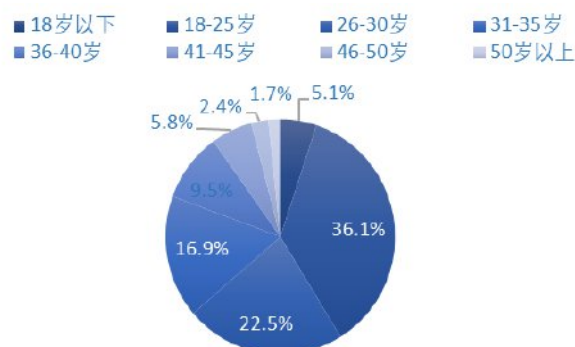
年轻一代烹饪意愿低，消费能力强，速冻食品契合年轻人需求。随着越来越多年轻人步入职场成为社会的中坚力量，他们将引领大众消费市场，根据汇丰银行公布的数据，中国的 90 后年轻人人均负债比高达 1850%，占消费者贷款用户的约 80%，超前消费的现象使得年轻一代拥有比其他年龄段的消费者更强的消费力。同时，根据美团点评《2019 年及 2020 年上半年中国外卖产业发展报告》，80、90 后是外卖最大的消费群体，占比超过 90%。可见年轻一代的烹饪意愿相较其他年龄段更低，快节奏的工作生活方式使得便捷性强的速冻食品更契合年轻人的烹饪需求，速冻食品将更受众于广大具有强消费力的年轻一代。

图 18：90 后消费者贷款用户占比最高



数据来源：中国产业信息网，东北证券

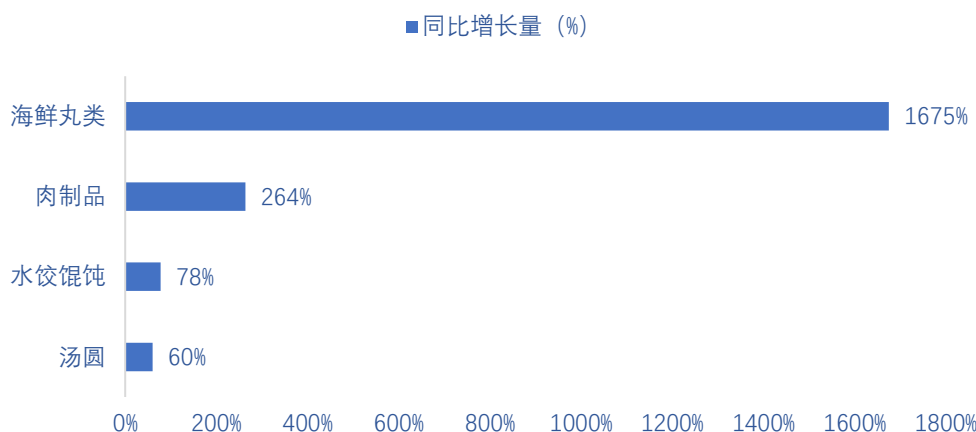
图 19：90 后占外卖消费比重最高



数据来源：美团研究院，东北证券

疫情红利催生家庭端需求激增，有利于培养消费习惯。2020 年春节时期，由于疫情影响，外出就餐需求骤减，家庭烹饪更加频繁，速冻食品的消费量迎来井喷。受益于春节以及疫情囤货影响，据天猫平台统计数据显示，速冻食品中，海鲜丸类总销量同比增长 1675%，水饺馄饨类总销量同比增长 78%，即使火锅类总销量同比增长 144%，肉制品类总销量同比增长 264%，汤圆类总销量同比增长 60%。在家庭消费口味需求增长、消费便捷性要求提升的背景下，速冻食品正处于发展红利期，加之受疫情影响，消费者宅家比例上升，短期对耐储方便食品的需求激增，加速培养了速冻食品的消费习惯，新增消费者群体有望保留，渗透力有望提升。

图 20：2020 疫情春节期间各类速冻食品电商平台同比增长量



数据来源：天猫，东北证券

1.4.1.2. 餐饮需求：速冻食品火锅赛道应用广泛，中央厨房模式解决 B 端痛点

B 端火锅系列应用场景广泛，类火锅餐饮拓展迅速。根据美团点评发布的《中国餐饮大数据 2020》报告，当前我国餐饮市场规模已突破 4.6 万亿，未来有望成为全球最大的餐饮市场。火锅依然在餐饮行业中占据头部位置，其市场规模已多年来平均保持两位数增长；麻辣烫、关东煮、烧烤、冒菜、串串香、甜品、茶饮等得益于受众广，成本低的特点近年来同样表现强势，扩张迅速。借着餐饮行业消费量的增加

与餐饮形式多样化的东风，速冻食品在餐饮渠道的扩张迎来新的机遇，一方面速冻火锅料行业开发出了花样繁多的新品，例如安井与呷哺呷哺、海底捞等连锁餐饮品牌的合作，开启一对一定制化生产模式；另一方面汤圆水饺等速冻面点食品开始向中小餐饮品牌推广。

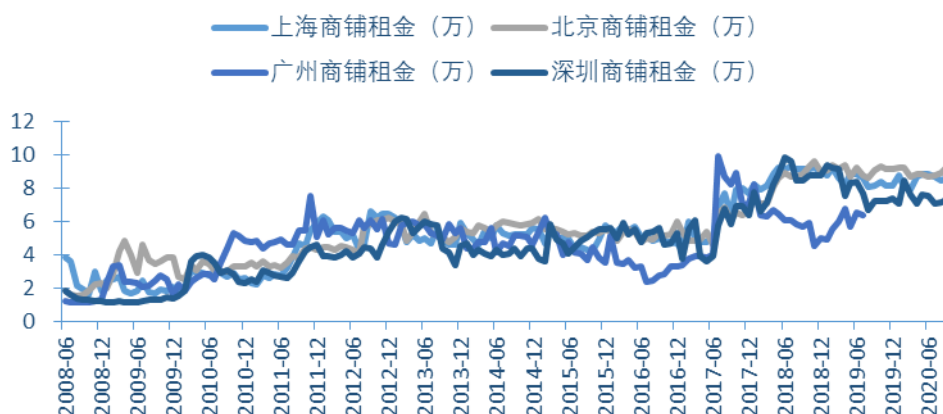
图 21：火锅料产品应用场景增多



数据来源：中国饭店业协会，辰智餐饮数据库，华经情报网，东北证券

餐饮成本攀升下，中央厨房缓解 B 端成本压力，同时满足生产与消费端需求。居民人均收入水平提高、城镇化率提升以及家庭小型化推动了外出就餐人数和频次的增长，根据《2017 年中国购物者报告》，外出就餐比例从 2010 年的 25.2% 提升至 2016 年的 32.5%。2019 年我国餐饮收入已达 4.7 万亿元，同比增长 9.4%，2013-2019 年餐饮收入 CAGR 达到 10.6% 以上。在餐饮行业蓬勃发展的背后，越来越多的餐饮企业面临着后厨人工成本增加、物业租金提高以及菜品质量无标准化等困扰，根据《2019 中国餐饮业年度报告》数据显示，我国餐饮业主要成本支出由食材、人力成本和租金组成，成本占比分别为 41.31%、22.41% 和 10.26%。尽管餐饮业收入稳定增长，但成本方面不断攀升，人工、租金成本上涨远超其他成本，大幅压缩了餐饮企业盈利空间。因此，越来越多餐饮企业对成品、半成品菜肴的需求不断增加，以求控制部分人工和租金成本。

图 22：全国商铺租金成本屡创新高

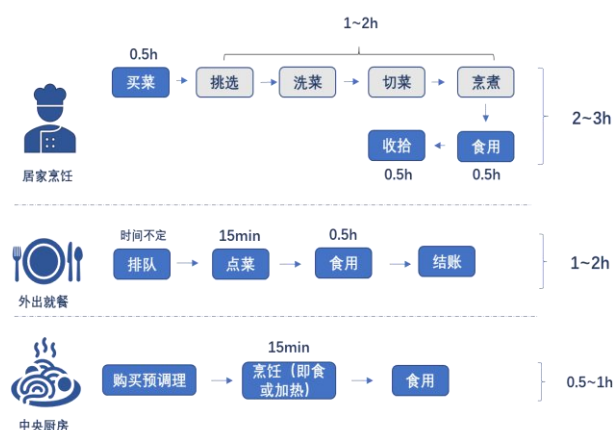


数据来源：Wind，东北证券

现代快节奏的生活方式催生餐饮再分工的中央厨房模式正在蓬勃发展，中央厨房的出现有效缓解了餐饮企业成本不断攀升的难题，企业将烹饪过程外包给中央厨房，通过工厂化的规模生产同时满足多家餐饮企业的需求。中央厨房广义上涵盖了制作熟食、生制及热半成品，并负责配送到餐饮门店的大小作坊、厂房。

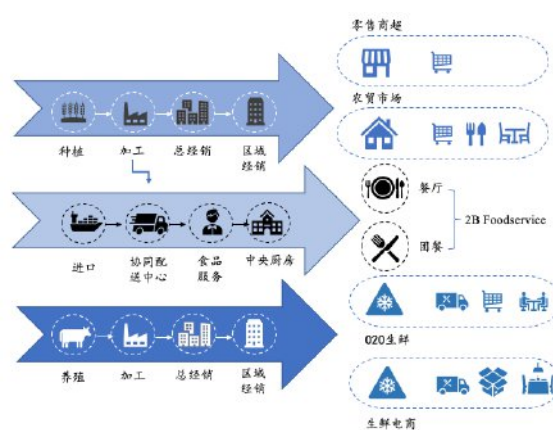
消费端美味便捷，生产端高效节省。快捷方便的烹饪方式在保留食物营养和美味的同时减少了烹饪时所需要耗费的时间，消费者就餐时间大幅度缩减，与传统居家烹饪和餐厅就餐相比，速冻自制成为消费者更愿意接受的快节奏便捷高效就餐新方式。对于餐饮企业来说，中央厨房供应的半成品或成品菜肴可以有效减少烹饪时间，加快上菜速度，减少厨师人力和后厨工作面积，预计可以直接节省近 10% 的经营成本支出。此外，中央厨房有利于餐饮产品的更新迭代、有利于提升统一标准化产品品控，同时仓配一体化的特点预计可以减少 30% 的配送成本。

图 23：消费端省时便捷



数据来源：公开资料整理，东北证券

图 24：餐饮端节省成本提高效率



数据来源：公开资料整理，东北证券

表 2：有无中央厨房成本效益对比

单店项目	无中央厨房		有中央厨房		假设
单店收入（万）	1875		1875		
	中餐	西餐	中餐	西餐	

单店面积（平）	500	425	410	前厅与后厨规划行业惯用的面积配比通常为中餐 3:1、西餐 7:3
前厅面积（平）	375	350	375	350
后厨面积（平）	125	150	50	60
后厨面积占比	25.0%	30.0%	11.8%	14.6%
员工总人数（人）	75		65	
服务员人数（人）	45		45	
后厨厨师人数（人）	30		20	
后厨厨师占比	40.0%		30.2%	不配备中央厨房后厨部人员占 40%
食材成本（万）	656		591	规模化采购带来 10% 的原料成本控制
食材成本占比	35.0%		31.5%	
人工成本（万）	440		371	
人工成本占比	23.5%		19.8%	
服务员年薪（万）	242		242	
服务员平均月薪（万）	0.45		0.45	
后厨厨师年薪（万）	198		129	后厨成本将占到总人工成本 45%，通过中央厨房将减少近 35%
后厨厨师平均月薪（万）	0.55		0.55	
后厨厨师年薪占人工成本比重	45.0%		34.7%	
租金成本（万）	206	175	169	
租金成本占比	11.0%	9.3%	9.0%	
日租金（元/平/天）	11.3		11.3	
毛利润（万）	573	738	745	
毛利率	30.5%	39.4%	39.7%	使用中央厨房毛利率将提升近 10pct

数据来源：立鼎产业研究网，东北证券

1.4.2. 供应端：速冻食品行业生产供应条件改善，产研协同作战

1.4.2.1. 冷链运输快速发展，速冻食品辐射半径扩大

华东市场日臻成熟，冷链运输网络逐渐向中西部地区渗透。受日本冷链行业发展的影响，我国华东地区相较于中西部地区在速冻行业上发展较早消费习惯趋于稳定，其中上海、山东、广东、江苏等地的冷链水平较高，冷链网络及体系相对健全，华东市场已逐步进入成熟稳定阶段。中西部市场仍然停留在低价分散竞争阶段，冷库基础设施较为短缺，承担全国 70% 以上农产品批发交易功能的大型农产品批发市场、区域性农产品配送中心等关键物流节点缺少冷冻冷藏设施，冷链物流在生产源头缺乏预冷。伴随着交通便捷和经济增长，人口流动依然持续演绎，西部地区和中部地区向东部地区的迁移率分别高达 30% 和 52%，加速了全国饮食文化的趋同，同时导致内陆地区对于速冻食品的需求逐渐旺盛，催生冷链行业向内陆辐射半径加大，速冻食材的基础设施条件逐步完善和习惯趋同助推中西部市场在速冻行业上向华东市场看齐。

图 25：中国冷链运输网络向内陆渗透



数据来源：交通运输部公路科学研究院，东北证券

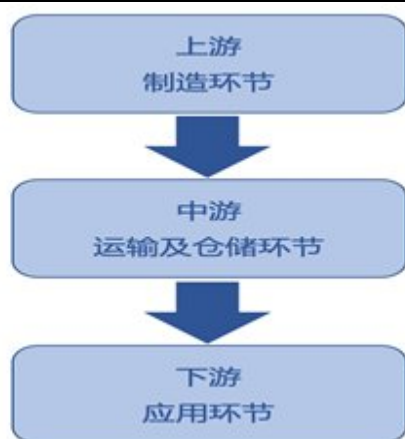
表 3：主要规模以上速冻食品公司地域分布

品牌	创立时间	注册地	收入规模	主要产品
安井	2001	福建厦门	53 亿	火锅料制品（肉制品、鱼糜制品）、速冻面米制品
海欣	2005	福建福州	14 亿	火锅料制品
三全	1998	河南省郑州市	55 亿	汤圆、饺子、粽子、火锅料制品和速冻面食
惠发	2005	山东诸城市	12 亿	丸、串、肠等速冻肉制品
海霸王	1975	台湾高雄	约 10 亿	米面制品、肉制品、鱼制品、罐头制品
海壹	1988	福建福清	3-5 亿	速冻料理食品
升隆	2004	福建漳州	3-8 亿	鱼糜制品、速冻预包装食品等
思念	1997	河南郑州	70 亿	速冻食品、冰淇淋、方便、预包装食品、蒸煮制品
湾仔码头	1977	香港	60 亿	汤圆、饺子、粽子和速冻面食

数据来源：公司官网，公司公告，东北证券

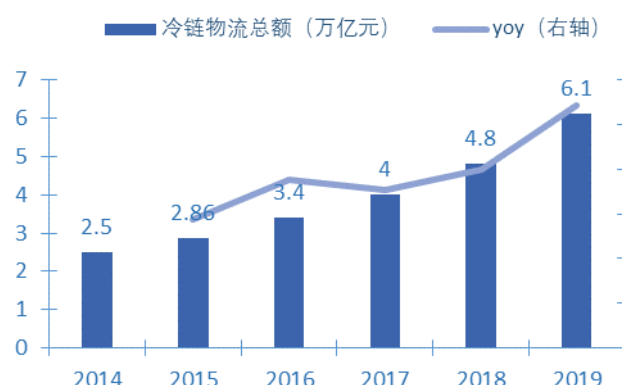
新零售模式助力冷链产业升级，打通冻品配送最后一公里。随着居民消费水平的提高以及电商消费的兴起，果蔬生鲜、药品、连锁餐饮的产量和流通量逐年增加，对冷链运输能力提出了更高的要求。近几年，我国政策鼓励冷链物流建设，加快基层冷库、冷藏车等设备的投建为速冻食品行业打下了良好的基础。伴随“互联网+”的春风，速冻食品从线下向线上衍生，跨省跨境贸易越发频繁。同时，冷链物流不再仅是前端的仓储、冷藏、保鲜等业务，而是直接连接产地与餐桌，形成从前端采购到终端客户配送的全程供应链服务，打通了“最先一公里”与“最后一公里”，冷链物流覆盖率的加大拓展了速冻食品的可辐射半径。全国冷链运输市场规模增长迅速，冷链基础设施设备水平进一步提升，将更好地为速冻食品行业保驾护航。

图 26：我国冷链物流产业链



数据来源：公开资料整理，东北证券

图 27：我国食品冷链物流总额持续增长

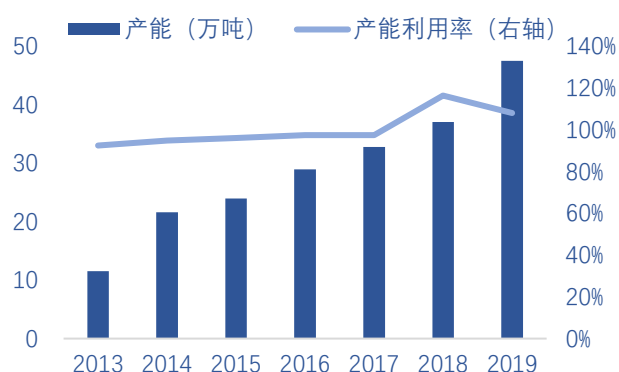


数据来源：中国产业信息网，东北证券

1.4.2.2. 龙头企业产能不断扩张，研发进程加速

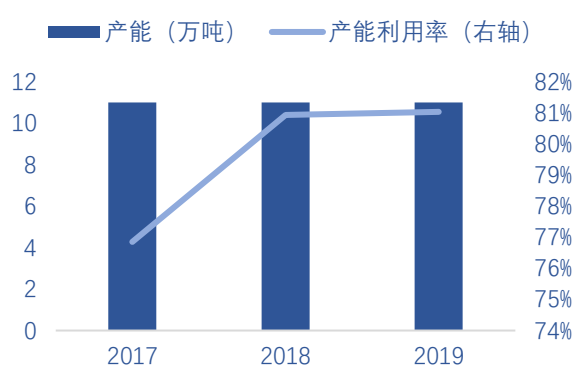
龙头企业高产能利用率超负荷生产，异地建厂产能扩张打破产能瓶颈。近年来行业内诸如安井、惠发等企业纷纷进行生产技术改造以及在全国各地建厂以增加生产能力，行业存量竞争加剧。2019年，安井遵循“销地产”的生产基地布局策略，加快推进无锡年产7万吨速冻食品新厂建设，河南安井、湖北安井的建设已陆续投产。2019年安井总产量达到51.34万吨，同比增长18.88%，产能利用率达到108.03%。此外，惠发目前正在为投资建设项目“年产8万吨速冻食品加工项目”募集资金，预计未来项目建成后，公司产能将突破19万吨，相比2019年产能将实现113.24%的大幅度增长。

图 28：安井产能以及产能利用率不断提升



数据来源：公司公告，东北证券

图 29：惠发产能以及产能利用率蓄势待发



数据来源：公司公告，东北证券

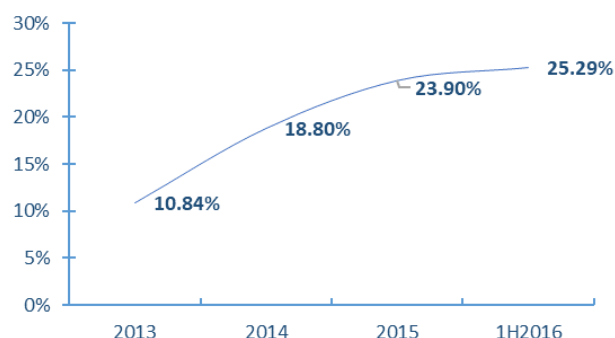
龙头企业带头重视研发，新品创收不断提高。三全、安井等纷纷设立研发中心，推进与知名高校、科研院所的深度合作，积极承接国家、省、市等科研课题，取得多项专利。形成了产、学、研一体的研发体系。2019年安井的研发投入费用为0.75亿，同比增加9%，对于新品研发的重视，使得安井的SKU数量多达三百种，研发新品对于营收的贡献率从2013年的10.84%增至2016年的25.29%，研发投入回报率逐年增高，安井重研发的经营策略受到同行争相效仿。

图 30：安井重研发投入引领风潮



数据来源：公司公告，东北证券

图 31：安井新品营收贡献率不断提高



数据来源：安井食品招股说明书，东北证券

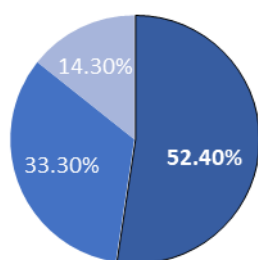
1.5. 细分子行业赛道，新式面点异军突起，火锅底料风头正盛，预制菜肴新兴蓝海

1.5.1. 传统速冻米面行业趋于稳定，新式面点创新带来新突破

传统米面占据行业半壁江山，行业市场规模趋于稳定。在速冻食品行业中，速冻米面制品起步最早，目前行业规模最大，已占据速冻食品总规模的 53%，已处于相对成熟阶段，速冻米面行业市场规模 2015-2019 五年 CAGR 为 5.7%，市场规模趋于稳定。

图 32：速冻米面市场规模占据速冻食品半壁江山

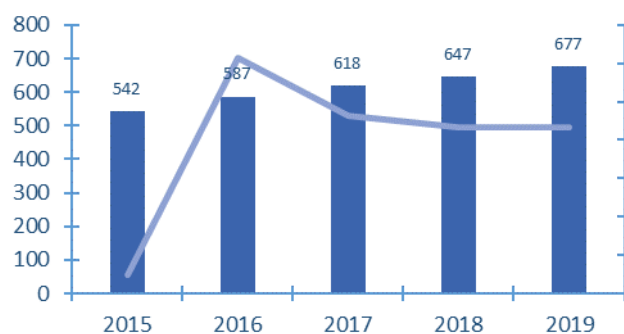
■ 速冻米面制品 ■ 火锅料 ■ 预制菜肴和其他



数据来源：中国产业信息网，东北证券

图 33：中国速冻米面食品行业市场规模趋于稳定

■ 速冻米面市场规模 (亿元) — yoy (右轴)

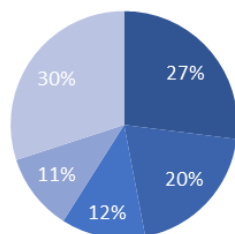


数据来源：中国产业信息网，东北证券

传统米面行业集中度高，面点新品不断涌出，新式面点成为速冻米面行业新黑马。2019 年速冻米面行业 CR4 市场占比为 70%，其中三全、思念、龙凤、湾仔码头四大品牌市场占有率分别为 27%、20%、12%、11%。传统速冻米面行业集中度高，行业竞争格局稳定。速冻米面制品市场中汤圆和水饺两大传统品类相对饱和增速呈放缓态势，但面点作为日常便利消费代表，是速冻米面行业中景气较高的分支，发面点心这一品类市场潜力较大且增速较快，成为了新进入企业的突破口。近些年不乏新兴品类成为大单品，比如手抓饼、油条、广式面点等。速冻米面行业逐渐显现出明显的品类分化，新兴品类推动行业增长的效果愈发明显。

图 34: 速冻米面 CR4 割据态势明显

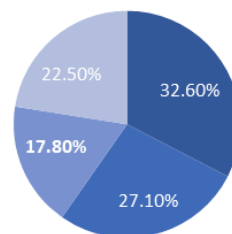
■三全 ■思念 ■龙凤 ■湾仔码头 ■其他



数据来源: 中国产业信息网, 东北证券

图 35: 速冻米面食品市场品类产量结构

■饺子 ■汤圆 ■面点 ■其他



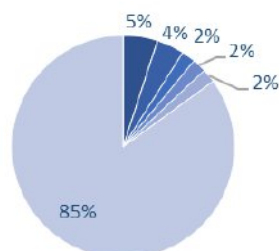
数据来源: 中国产业信息网, 东北证券

1.5.2. 速冻火锅料行业发展迅速, 进入洗牌整合新阶段

火锅料行业龙头初现, 市场集中度有望进一步提升。速冻火锅料于 90 年代末开始发展, 发展初期产品种类极少, 用途单一, 仅仅作为火锅配菜。现今已广泛应用于火锅、冒菜、关东煮、麻辣烫、烧烤等多种消费形式。流通于市场的速冻火锅料制品主要包括两大类, 速冻鱼糜制品和速冻肉制品, 其中速冻鱼糜制品约占 55%, 速冻肉制品约占 45%。相较速冻面米, 速冻火锅料的市场格局比较分散, 其中安井作为速冻火锅料的绝对龙头, 市占率约为 5%, CR5 市占率仅为 15%。因此目前速冻火锅料市场集中度仍较低, 还尚处整合阶段, 品牌崛起有望成为下一阶段主题。随着火锅品牌的连锁化和全国化, 类火锅业态丰富, 对于火锅料企业的供应链、资金、品质的要求逐渐提升, 海欣、安井等龙头企业规模优势逐渐显现, 市场集中度有望进一步提升。

图 36: 速冻火锅料 CR5 仅 15%

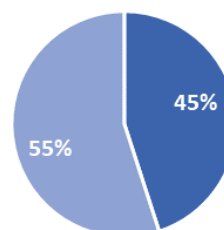
■安井食品 ■海霸王 ■海欣食品 ■惠发食品 ■升隆 ■其他



数据来源: 中国产业信息网, 东北证券

图 37: 速冻肉制品和鱼糜制品占火锅料比重

■速冻肉制品 ■速冻鱼糜制品

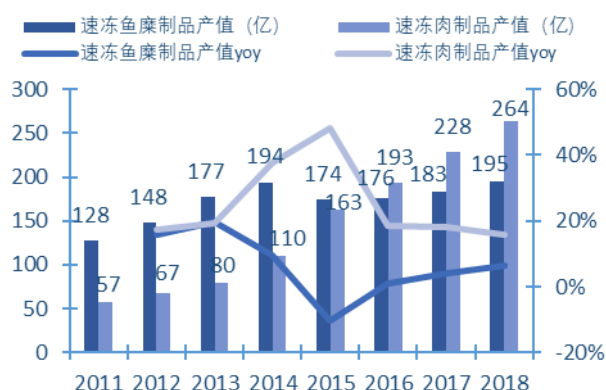


数据来源: 中国产业信息网, 东北证券

火锅行业风头正盛, 速冻鱼糜及肉制品稳步增长。2015 年之前, 速冻鱼糜制品是速冻火锅料制品的主力, 但随着速冻肉制品的崛起, 速冻鱼糜制品产品份额占比被不断压缩, 于 2016 年产品份额占比被速冻肉制品超越, 但 2016 年以来, 我国速冻鱼

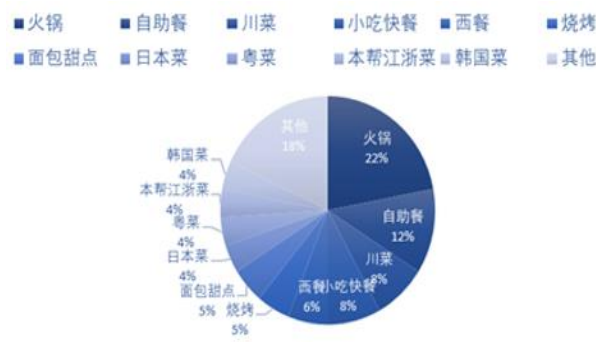
糜增速企稳回升，2018 年产值规模达 195 亿元，CAGR 为 6.2%。2011-2018 年我国速冻肉制品市场产值规模从 57 亿元增加至 264 亿元 CAGR 达到 24.48%，处于稳步快速增长阶段。伴随火锅成为中国餐饮业第一大品类，市占率超越 22%，我国速冻火锅料制品仍有较为广阔的发展空间。

图 38：速冻火锅料各品类产值变化趋势



数据来源：中国产业信息网，东北证券

图 39：火锅已成为中国餐饮业第一大品类

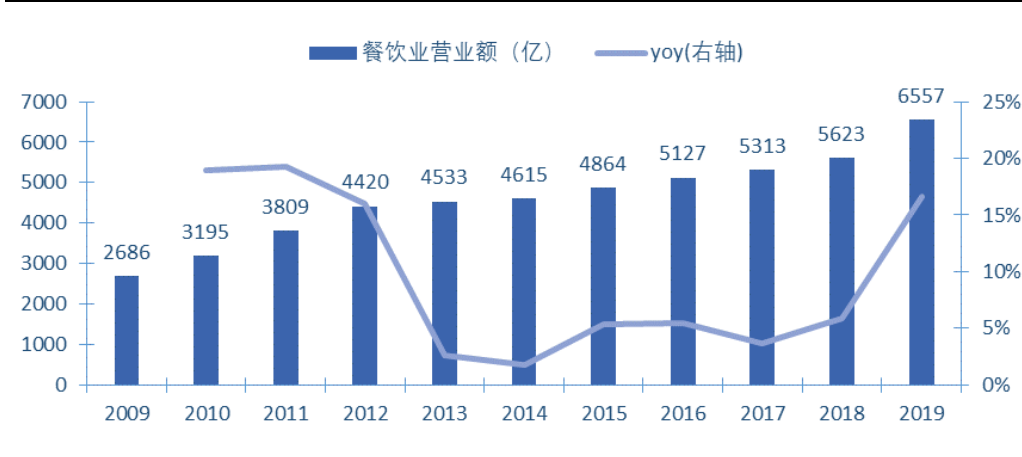


数据来源：饭店业协会，东北证券

1.5.3. 借助餐饮行业东风，速冻预制菜肴渗透率有望提升

餐饮经营业态多样化，速冻预制菜肴有望成为行业新蓝海。2019 年中国餐饮业营业额为 6557.4 亿元，同比增长 16.6%，过去十年 CAGR 达 9.33%。预制调理菜肴食品最常见的应用形式是在餐饮业。其在餐厅中的应用直接取决于餐厅经营业态，不同的餐厅业态对预制调理菜肴产品会提出不同的产品诉求。但我国速冻预制菜肴行业仍处于起步阶段。与其他品类速冻食品相比，速冻菜肴制品兴起时间短，生产加工方式较少，原料种类相对局限，同时消费者对其的接受程度差异很大，目前的推广主要集中于大城市。但随着餐饮业市场扩大及其逐年增长的后厨人工成本，物业租金成本等的限制，成品及半成品菜肴制品成为了节约成本，提高效率，促进品质标准化的完美选择。此外，“中央厨房+食材冷链配送”的冷链物流新模式为速冻预制菜肴的发展创造了便利条件。搭乘餐饮业千亿市场的东风，速冻预制菜肴有望成为行业新蓝海。

图 40：我国餐饮营业额稳步增长



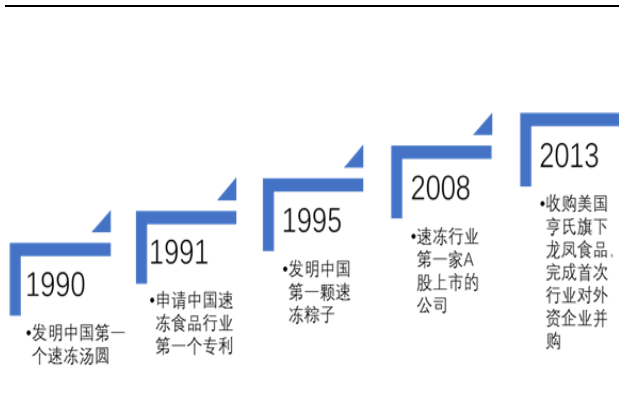
数据来源：国家统计局，东北证券

2. 速冻行业百花齐放，核心壁垒特征明显

2.1. 三全食品：速冻米面行业先行者，新时期踊跃拓展新领域

三全食品历史悠久，长期位居行业龙头。三全食品于1993年在河南省郑州市成立，后于2008年在深交所挂牌上市。公司主要从事速冻汤圆、速冻水饺、速冻粽子、速冻面点等速冻米面食品和常温方便食品的生产和销售。水饺系列包括三全状元水饺、三全私厨水饺、珍鲜灌汤水饺以及儿童水饺；汤圆系列包括爆香大圆子、炫彩小汤圆、三全果然爱汤圆等；粽子系列包括礼品粽和猪肉粽。三全是我国最早发明速冻汤圆，速冻水饺并进行规模化生产的企业，十余年来市场占有率位居行业第一，目前市场占有率达到28%。

图 41：三全发展史上创造多项全国第一



数据来源：公司官网，东北证券

图 42：三全产品分类丰富

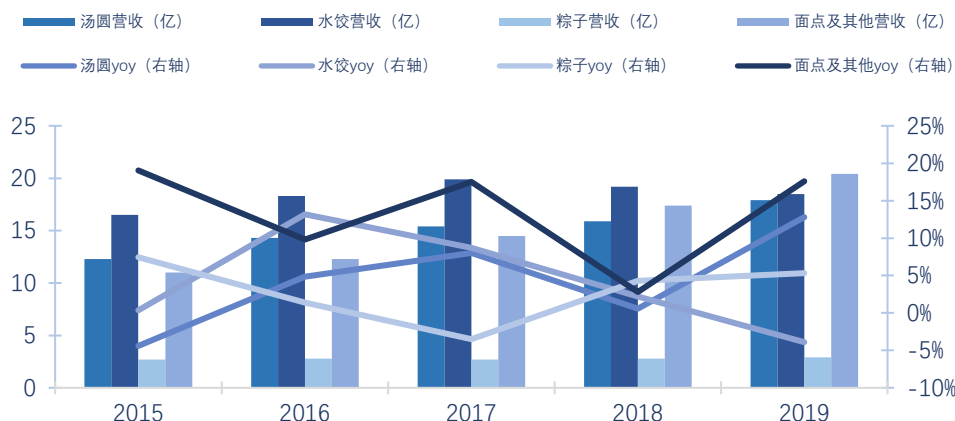


数据来源：公司官网，天猫，东北证券

水饺、汤圆、面点三大系列占比突出。三全主营产品为水饺系列、汤圆系列和面点系列，从2015年到2019年，三大系列的销售占比总和均高于90%。近几年汤圆系列的营收占比基本保持不变，面点系列的占比有一定提高，水饺系列有略微下滑，其中水饺和汤圆是公司的传统支柱产品，但近几年，随着消费升级，大众饮食需求呈现多元化发展，汤圆和水饺的合计营收占比从71.6%降至60.7%。面点及其他类

产品逐渐发力，面点及其他类产品在 2015 至 2019 年间营收占比提升约 12pct，公司加大了面点新品的研发力度，未来在水饺、汤圆和面点三驾马车的驱动下，三全食品将被赋予更多的可能性。

图 43：水饺、汤圆、面点三大系列营收占比突出



数据来源：公司公告，东北证券

全新推出“三全涮烤汇”，革命性提出家庭端“一站式购物”。除速冻米面、速冻火锅料等 400 多种产品外，公司聚焦核心场景，不断开发新的系列和品类，进一步丰富产品线，于 2020 年 8 月正式推出了“三全涮烤汇”，其中包括撒尿牛丸、虾滑等丸滑类；牛羊肉卷、午餐肉等肉类；毛肚、黄喉、鸭肠等特色经典菜品；豆皮、腐竹等豆制品类；面、火锅面筋等主食类，以及蘸料、底料等。公司计划面向约 3000 个经销商，召开 20 余场宣传订货会，在全国布局 5000 个以上的零售终端。三全是第一家对零售端涮烤产品进行整合，满足消费者一站式购物需求的企业，在产品与服务方面都进行了革命性的创新。另外三全预计于明年推出“中国早餐三十六式”，三全与龙凤两大品牌联袂推出各具南北方特色的中式早餐新品。此外，三全在鲜食业务方面与便利店品牌“711”的业务合作稳步推进。三全还于 2019 年 10 月向火锅食材零售商锅圈食汇投资 5000 万人民币，全新打造产业拼图。目前锅圈食汇全国门店数量已突破 4000 家，产品涵盖冻品、生鲜、小吃、底料蘸酱、四季饮品、火锅器具、烧烤器具等多品类，专为 B 端中小型餐饮企业提供食材供应。

图 44：三全涮烤汇



数据来源：公开资料，东北证券

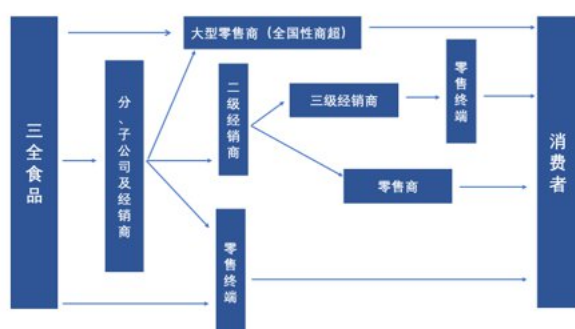
图 45：部分三全合作品牌



数据来源：公司公告，东北证券

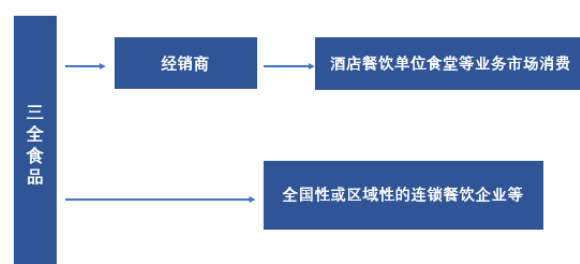
红标控费提效，绿标放量增利，各渠道运营独立。2019 年公司成立红标和绿标产品事业部，将餐饮市场和零售市场分开管理，各事业部均有独立的开发、推广、销售团队。绿标产品由汤圆、水饺等向油条、蒸饺、点心、火锅底料发展；红标产品则以速冻米面产品为主，且公司与传统红标产品共用生产供应链系统，具有开发 B 端市场的天然优势。通过直营减亏和经销减费打通渠道，推动内部组织细化，两条产品线差异化建设及分离程度达到 80%以上。

图 46：三全绿标产品销售流程



数据来源：公司公告，东北证券

图 47：三全红标产品销售流程



数据来源：公司公告，东北证券

产能布局覆盖全国，产能充足助力渠道下沉。三全食品在郑州、成都、天津、太仓、佛山等地建布局有生产基地，并在武汉拟建长江中部基地，拥有现代化先进的厂房设施，生产能力和装备水平均处于国内领先地位，2019 年速冻产品合计产能 75.4 万吨。三全食品的厂房多数分布在省会城市以及直辖市，这有利于三全食品利用便利的交通枢纽系统给更广范围的经销商提供支持，由公司下属的分、子公司及经销商共同组成遍布全国各省、市、县的销售渠道和网络，保证公司产品短期内完成生产并迅速推广到全国各地的终端市场。

表 4：三全产能布局覆盖全国

生产基地	投产时间	总投资额（万元）	产能（万吨）
郑州三全食品	2006 年		5
郑州全新食品	2006 年		4.9
成都西南基地一期	2015 年	23163	5
成都西南基地二期	2015 年	22393	6
郑州综合基地一期	2017 年	40180	11.8
郑州综合基地二期	2017 年	50638	15
天津华北基地一期	2019 年	30000	9
佛山华南基地一期	2020E	53906	11.8
太仓华东基地一期	2020E	34640	7
武汉长江中部基地	拟建中	80000	

数据来源：公司公告，东北证券

2.2. 安井食品：BC 兼顾双轮驱动，先发优势成型领跑火锅料赛道

安井食品作为国内速冻火锅料市场龙头，实现米面市场差异化突围。福建安井食品股份有限公司成立于2001年12月，于2017年2月22日在上海证券交易所主板挂牌上市，主要从事速冻食品的研发、生产和销售，其中主要以速冻火锅料为主，米面制品为辅。

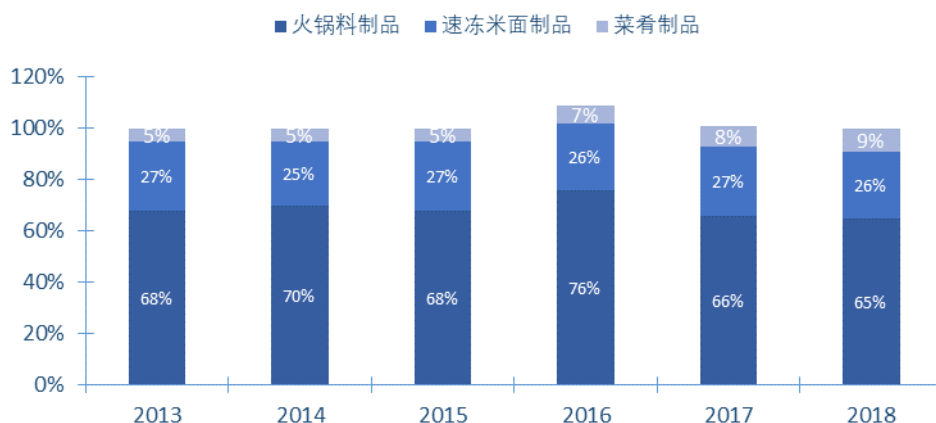
图 48：安井速冻米面制品品类丰富



数据来源：公司官网，东北证券

安井在速冻火锅料制品行业市场占有率领先，龙头地位稳固。随着火锅料行业的扩张以及安井产能的增加，预计该比例将进一步提升。在米面制品行业，三全、思念、湾仔码头市占率达到百分之七十，安井则放弃汤圆、水饺等传统品类，主打手抓饼、红糖发糕等，依靠差异化顺利实现行业突围。

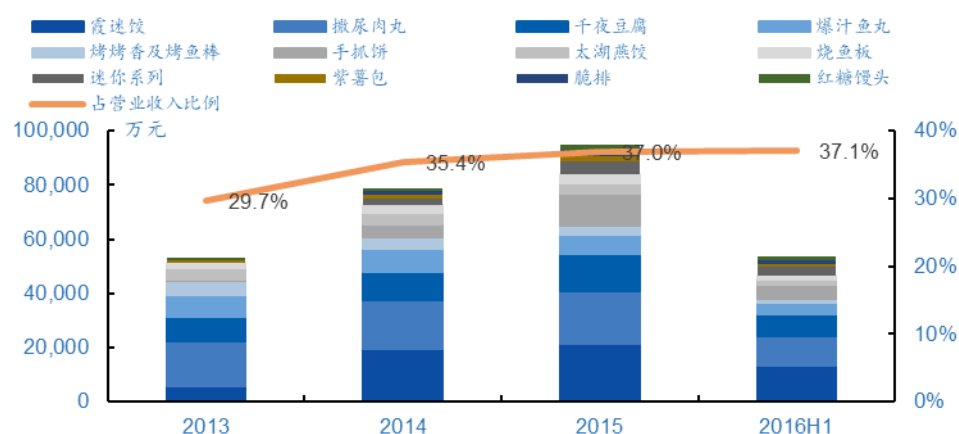
图 49：安井产品结构差异化战略与时俱进



数据来源：公司公告，东北证券

行业内企业应根据消费趋势变化，聚焦培育“战略大单品”。安井顺应家庭端火锅料消费的高端化所推出的单品“锁鲜装”和“三大丸”，顺利抢占行业制高点，提高企业盈利能力，推动企业可持续发展，进而带动行业升级换代。2020年上半年新品锁鲜装系列大规模放量促进公司鱼糜制品收入较上年同期增长30.31%。2013-2016年安井大单品销售增长对营业收入增长的贡献达到50%，公司“大单品战略”取得了良好效果，有效带动了销售规模的扩大。

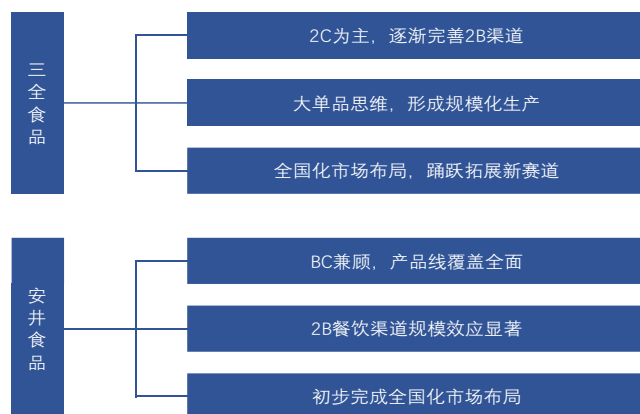
图 50：安井 2013-2016H1 前十大单品营收占比不断加大



数据来源：安井食品招股说明书，东北证券

BC 兼顾双轮驱动，安井渠道优势明显。安井实行“BC 兼顾，双轮驱动”的渠道策略，即 B 端和 C 端渠道同步发力，双轮驱动；加大超市、生鲜超市、社区电商、电商的渠道开发，在 BC 超市经销商开发基础上，继续加大此类渠道经销商的开发。合理渠道组合实现效益最大化。2020 年上半年公司商超渠道营业收入 4.64 亿元，较上年同期增长 60.70%；电商渠道收入 2,116.35 万元，较上年同期增长 115.74%，除疫情影响下消费者消费习惯和消费行为有所改变外，也因公司顺应市场趋势调整经营策略，加强商超、电商渠道建设所致。

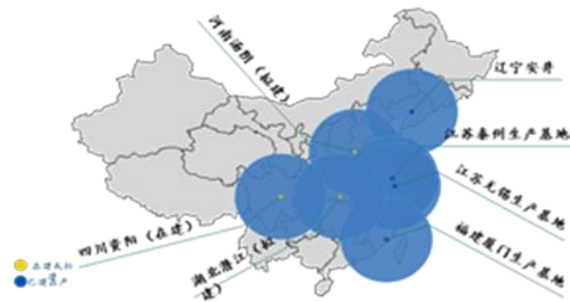
图 51：三全安井渠道及布局对比



数据来源：公司公告，东北证券

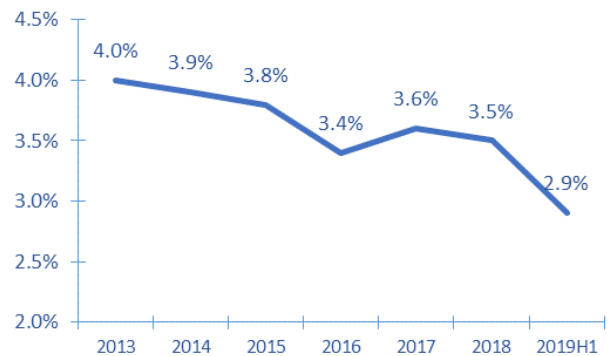
“销地产”工厂基地建设模式大幅降低运输费用，销售费用率处较低水平。安井食品坚持“销地产”模式，即在辖区销售达到一定规模后就地布局建厂，以节约运费、提高市场反应速度、快速产生效益。近两年该模式在华南西南地区效益明显，产能稳步提升，销售额攀升迅速。2020 年上半年，华南、西南地区销售收入同比增长分别为 29.71%、31.37%。配合“销地产”战略的实施，推行大线快跑、大规模生产、大批量定制、大单品策略等更合理的商业模式，使公司的规模优势不断强化，生产成本、期间费用比逐年下降。

图 52：安井“销地产”模式已完成全国布局



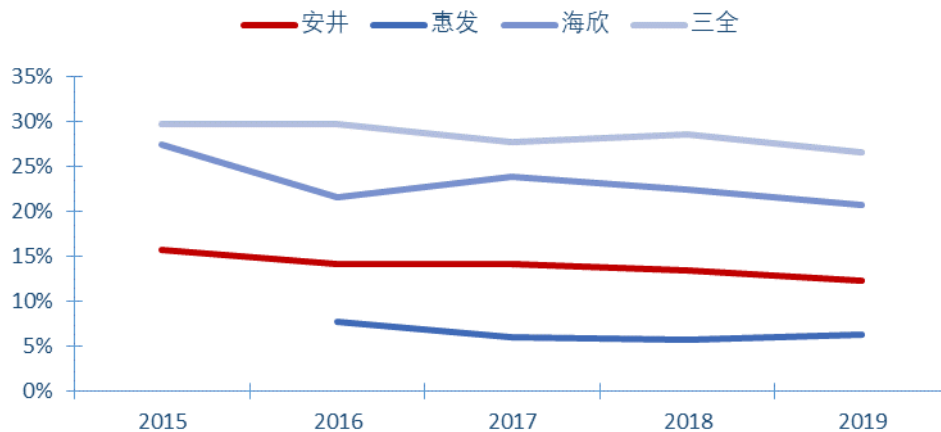
数据来源：公司公告，东北证券

图 53：安井食品运费占收入比重逐年降低



数据来源：公司公告，东北证券

图 54：安井销售费用率维持低位



数据来源：公司公告，东北证券

安井已完成营销全国化布局，渠道下沉为全国化经营抢占先机。随着行业竞争加剧，率先完成渠道下沉的企业有望优先占据乡（镇）级的市场份额，优先享有乡（镇）级蓝海市场资源。安井已形成了以华东为中心辐射全国的营销网络，涉及大型 KA 600 余家，营销常驻机构包含 5 个分公司、42 个联络处、5 个独立工作站。先人一步的全国化营销网络布局为安井全国化战略抢占先机，使得安井在竞争相对平缓的西南、西北等地区拥有先发制人的优势。在渠道深度方面，公司采取密集分销模式，对于华东、华南等强势地区，下沉至县级代理。对于西北等较弱势区域，则采用省级代理，提高管理效率。

图 55：安井营销网络已完成全国化布局



数据来源：安井食品招股说明书，东北证券

2.3. 海欣食品：深耕中高端鱼丸品类，全新注力速冻米面市场

百年鱼丸世家海欣食品收购“百肴鲜”，强势进入速冻米面市场。海欣公司“海欣”品牌创立于1903年，坐落在福建省仓山区。近年来，公司逐步形成了以速冻鱼糜制品系列产品为核心，兼顾速冻肉制品等其他速冻食品的整体业务体系，并完善了鱼糜及鱼糜制品深加工和销售的产业格局。鱼糜制品方面，公司高中低端品类全面发展，尤其在中高端产品线上相较安井等企业优势更大。2020年起，公司新开发系列冻鲜产品，加入了新式关东煮和面点类产品。今年公司收购百肴鲜61%的股份，有助于公司利用差异化优势快速进入中高端速冻面点市场，补充和丰富产品品类。同时公司可借力百肴鲜现有便利渠道和餐饮特通渠道，增量协同公司现有重点产品品类，提高销售渠道利用率，先将部分区域作为米面类产品生产和销售的试点，未来进一步拓展全国市场。

图 56：海欣主要产品系列



数据来源：公司官网，东北证券

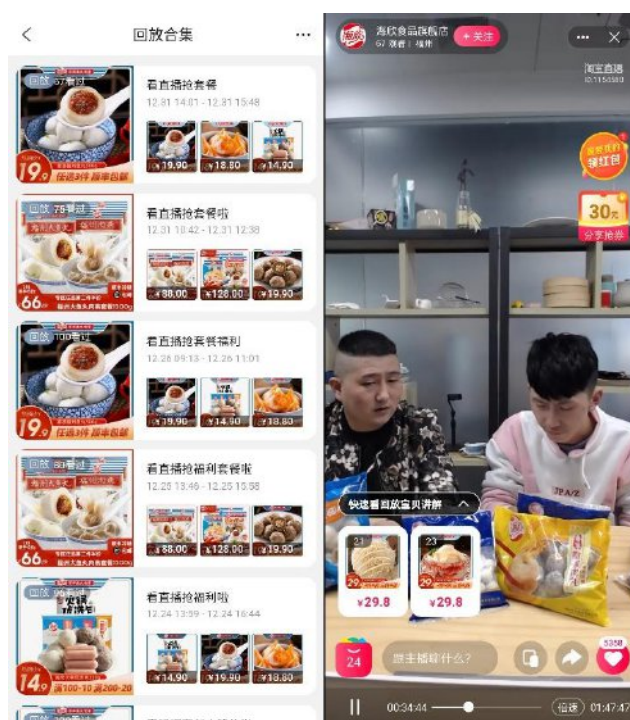
公司加大 C 端布局，加强品牌线上宣传推广。2020 年受疫情影响，具备品牌优势和中高端渠道布局的企业获得了更多的市场机会。在此背景下，海欣加大 C 端渠道和中高端产品的生产和供应。2020 年上半年公司 C 端销售收入占比同比提高 9.55%，中高端产品销售收入占比提高 8.80%。分产品看，各品项销售收入均实现同比增长，其中中高端产品收入增速达到 66.22%。公司积极利用抖音、小红书、快手、公众号、直播等线上新媒体方式开展品牌宣传与推广活动，持续推动中高端品牌形象打造，在 C 端渠道强化消费者品牌印象。

图 57：小红书博主力推海欣鱼丸



数据来源：小红书，东北证券

图 58：海欣食品天猫旗舰店直播带货



数据来源：天猫，东北证券

以租代建解决产能缺口，新建基地打好产能基础。2019 年在产品供不应求的市场

环境下，产能利用超过 100%，产能缺口问题显著。公司通过推进协同叠加模式，充分利用公司在品牌、渠道方面的优势，整合行业资源，快速高效推出新品，丰富产品线，打造新增长点。与此同时，通过以租代建的方式，减少产能布局不合理带来的内部损耗，从而实现销地产，快速补充产能。此外，公司于 2019 年 6 月出资 4,458 万元收购了福建长恒食品有限公司 100% 股权，取得其 97.64 亩土地使用权，2020 年福州连江和浙江舟山两个生产基地的产能扩建项目正在进行前期准备，并将陆续动工，为公司扩大产能、做大规模、提升效益打下坚实基础。

表 5：海欣产能规划

	子公司	主要业务	2019 年收入（亿）
投产中	东山腾新食品有限公司	捕捞和生产工厂	5,52
	浙江鱼极食品有限公司	鱼级生产基地	1,19
	舟山腾新食品有限公司	原材料基地	1,53
在建中	福建长恒食品有限公司	原材料加工	
	浙江海欣水产有限公司	水产品收购、加工、销售	

数据来源：公司公告，东北证券

2.4. 惠发食品：速冻肉制品行业领导者，供应链服务建设效果明显

惠发食品旗下产品品类众多，供应链模式建设初有成效。山东惠发食品有限公司成立于 2005 年 2 月，于 2012 年 6 月整体改制为山东惠发食品股份有限公司，2017 年 6 月 13 日在上海证券交易所挂牌上市，成功登陆 A 股主板。主要生产肉丸制品、肉肠制品、调理制品、浅油炸制品、海洋鱼糜制品、预制菜等。近年来公司在原有第三方电商平台销售的基础上，不断进行新零售渠道和线上、线上业务融合发展的尝试，并通过对客户进行营销赋能和指导，进一步落实渠道下沉和面向终端的营销策略。2019 年起，公司在食材供应链业务方面采取了多项措施，逐步推进全食材、全品类的餐饮食材供应链建设，为餐饮、团餐、校餐、军供等终端消费者提供一站式的全品类的食材供应链服务。2019 年，供应链业务贡献销售收入的 5.81%，2020 年上半年，这一比例增加到 7.34%。预计随着供应链模式在诸多城市铺设完善，这一比例将稳健增长。

图 59：惠发产品分类图鉴



数据来源：公司官网，东北证券

销售渠道以经销商为主，2020H1 商超模式增势可观。2020 上半年度，经销商渠道贡献收入 3.64 亿元，同比增长 33.25%，占总销售收入的 77.24%；商超模式贡献销售收入 0.12 亿元，同比去年增长了 55.24%。受疫情影响，商超模式增速较快，成为惠发食品销售增速中的一匹黑马。公司加强对商超等零售终端的营销力度，将

使其成为公司业务新的增长点。经销商方面，下半年开始自下而上的管理模式，将过去对经销商松散式的管理模式转变为精细化管理。

表 6：惠发经销商模式占主导

销售模式	2020H1（百万元）	2019H1（百万元）	变动情况（%）
经销商模式	364.3	300.5	21.23
商超模式	11.9	7.6	55.24
终端直销模式	60.8	63.5	-4.16
供应链模式	34.6		
小计	471.6	371.6	26.91

数据来源：公司公告，东北证券

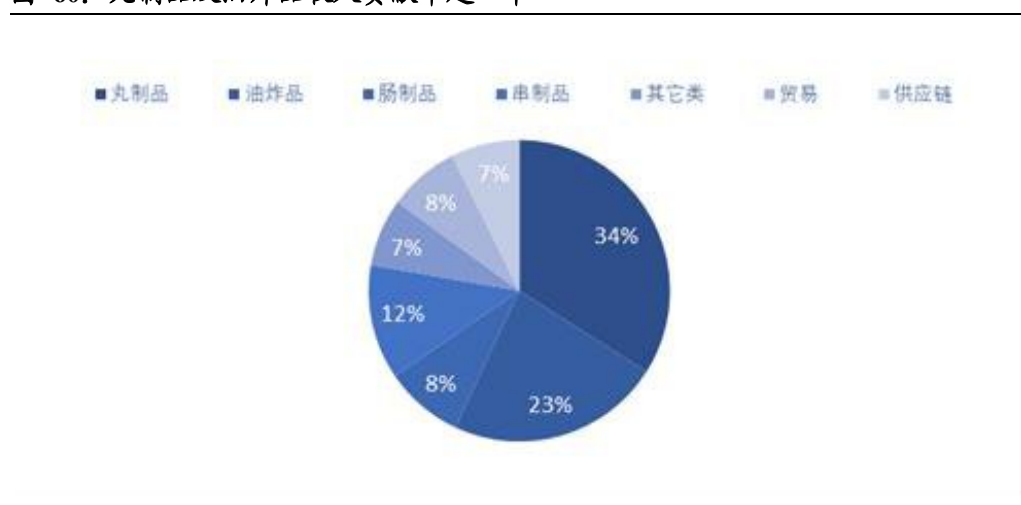
丸制品和油炸品仍为主打产品，2020 年上半年贡献收入突破 2 亿。2020 上半年速冻食品贡献业务收入 4.72 亿元，其中丸制品和油炸制品仍为主打产品，丸制品产量占总产量一半以上，同比增长 0.47%，2020 上半年贡献收入 1.6 亿元，其次是油炸品，占总产量约 1/3，同比下降 11.34%，贡献收入 1.1 亿元。两主打产品 2020 年上半年创收超 2.7 亿元，占总收入的 57%以上，丸制品与油炸品两大主打产品成为惠发占据市场的核心武器。

表 7：2019 年惠发产销量情况分析表

主要产品	生产量（万吨）	销售量（万吨）	生产量比上年增减（%）	销售量比上年增减（%）
丸制品	4.65	4.88	0.47	1.13
油炸品	2.89	2.94	-11.34	-8.04
肠制品	0.83	0.85	29.95	20.44
串制品	0.38	0.82	39.6	18.03
其它类	0.17	1.54	56.03	21.86
合计	8.92	11.03	0.13	3.21

数据来源：公司公告，东北证券

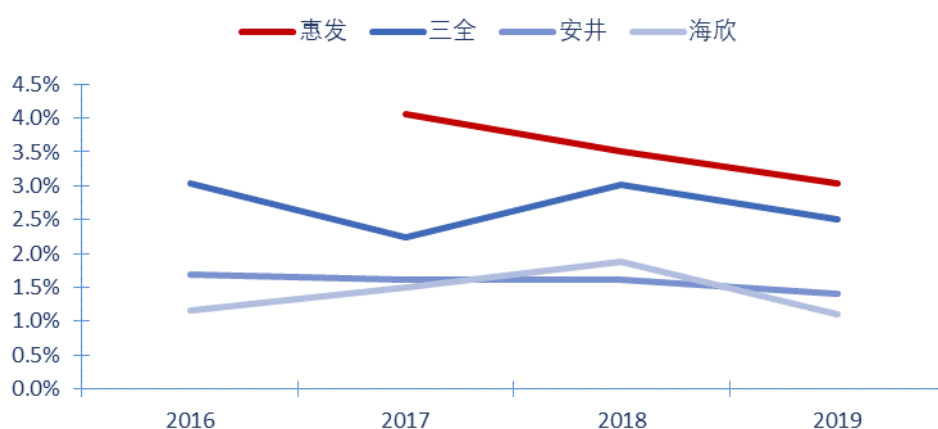
图 60：丸制品及油炸品收入贡献率超一半



数据来源：公司公告，东北证券

研发体系改革，从需求出发研发新品。2020 年上半年，惠发新产品研发已完成 40-50 个，包括锁鲜装（中高端产品）、自热饭、自热火锅、军队罐头等。公司在速冻调理肉制品研发方面加速研发推进，推动生产全自动化操作进程，进一步改进工艺和生产方法，加强对于食品的检查和对生产设备的改造和研发，提高产品质量和品质。惠发食品的研发投入占营业收入比例一直处于行业领先水平，2017 年惠发食品的研发投入占营收比例一度高达 4.06%，远高于行业其他可比公司。近年来，即使速冻食品行业研发投入整体呈下降趋势，惠发食品的研发投入占营收比例仍能处于 3%-4% 的水平。予研发的重视赋予惠发食品在新品赛道拥有无限的潜力。与此同时，通过更深入地研究市场，钻研消费者口味及需求变化，开发适销对路的产品，加大绿色制造产品的生产、新鲜食材供应、做大餐饮类终端产品的市场开发，推动公司向产品开发和技术开发方向发展。

图 61：惠发研发投入占营收比例领先同行



数据来源：公司公告，东北证券

2.5. 千味央厨：聚焦服务餐饮 B 端，直营经销双管齐下

为 B 端提供定制方案，与多家全球知名餐饮企业开展合作。郑州千味央厨食品股份有限公司成立于 2012 年，公司秉承“只为餐饮、厨师之选”的企业定位，设定以解放厨师为根本目标，致力于餐饮连锁提供量身定制的解决方案，是全国首家唯一专注餐饮 B2B 领域的大型速冻食品制造型企业。餐饮连锁企业连锁化推动速冻供应链的成长。千味央厨先后成为肯德基，必胜客，汉堡王，赛百味等全球知名连锁；真功夫，永和大王，呷哺呷哺等中式连锁企业速冻米面核心供应商，是百胜中国 T1 行列唯一速冻面食食品供应商，其 2019 年收入占比达 30.7%。

图 62：千味央厨重客众多



数据来源：公司官网，东北证券

餐饮渠道进行特色系列化发展，细分品类推陈出新。千味央厨主要为餐饮行业（含酒店、团体食堂、乡厨等）提供定制化和标准化的速冻面米制品。公司速冻米面制品按加工方式可分为油炸类、烘培类、蒸煮类、菜肴类及其他四大类。2017-2019 年公司合计推出新品 112 个。在产品丰富度和细分品类上都不断推出新品。2017-2019 年公司合计推出新品 112 个。发行人创新型地开发出适应餐饮企业加工工艺、后厨设备和厨师操作习惯的速冻食品和技术支持体系，以及快速响应参与客户需求的服务体系，逐步形成了以速冻米面制品为主的系列化产品。

图 63：千味央厨产品图



数据来源：公司官网，东北证券

传统面米产品竞争激烈，挖掘细分赛道大单品是突破点。传统面米渠道格局基本确立，新兴单品的竞争激烈程度远低于传统面米。千味央厨基于和肯德基的合作的安心油条，以油条类产品为基础，对油条场景进行细分化，在早餐店，学校食堂，酒店自助餐等早餐消费场景广泛使用，针对不同场景推出茴香小油条，麻辣烫小油条等新兴产品，在细分化的场景下，占据市场优势，在横向上增加了产品竞争力。

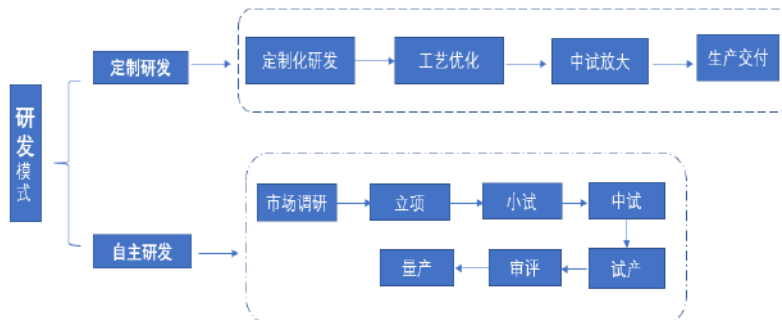
图 64：千味央厨油条产品应用场景丰富



数据来源：公司官网，东北证券

纵向上，千味央厨持续上新产品，丰富产品矩阵。拥有国家认定的企业技术研发中心，有郑州上海两个产品研发基地。开创了餐厅模拟工艺概念呈现以及概念工业化实现系统服务。研发模式以定制研发为主，辅以自主研发，研发方面的深厚基础保证了产品种类的拓宽，开发新品的速度以及抢占市场份额的效率。

图 65：定制研发为主，自主研发为辅



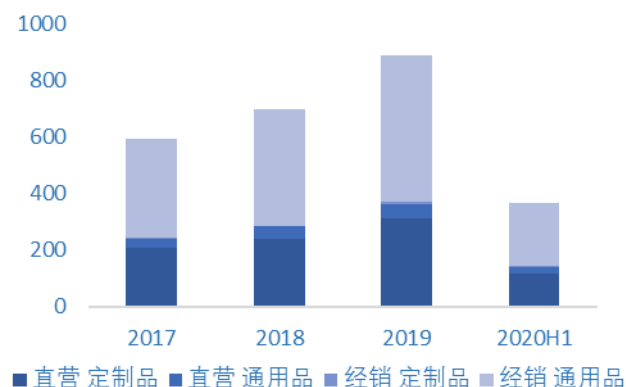
数据来源：千味央厨招股说明书，东北证券

定制品和通用品相结合，高比例自产保证产品品质。定制化生产是以客户为核心，落实其概念化产品的生产模式，通过与餐饮客户深度合作，根据客户特定需求进行研发和生产。2017/2018/2019 年定制品分别实现收入 2.1/2.4/3.2 亿元，占总营收的比例约为 35%。定制品主要服务于 B 端大型餐饮连锁，大型餐饮连锁企业例如麦当劳、肯德基、赛百味会对供应商的产品品控，研发能力，公司管理系统进行深入的考察，对供货商的产品质量以及稳定性要求较高。千味央厨定制品完全自产以保证产品力，以销定产确定了高周转率，客户保有率高，定制品经营较为稳定。

通用品是根据市场需求自主开发，面向全体客户销售的产品，千味央厨通用品产品收入占比约 65%，2017/2018/2019 年分别实现收入 3.8/4.6/5.7 亿元。通用品标准化程度高，受众面广的特点更符合中小餐饮企业需求。规模较小的连锁餐饮和个体餐

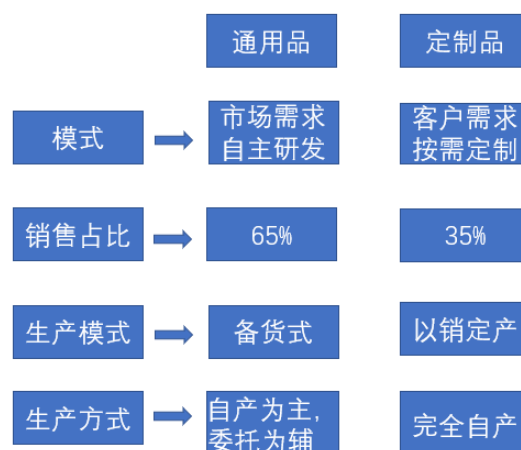
饮企业，由于自身物流体系欠缺、对产品的定制化需求较低，而对物流、配送等服务需求量大。因此实现渠道规模化是餐饮供应链企业对接中小餐饮的核心竞争力，通过迅速铺开区域性经销商，加速覆盖广大中小餐饮，可以实现通用品的快速扩张，抢占市场份额。

图 66：千味央厨主要销售产品结构



数据来源：千味央厨招股说明书，东北证券

图 67：定制品与通用品经营模式差异



数据来源：千味央厨招股说明书，东北证券

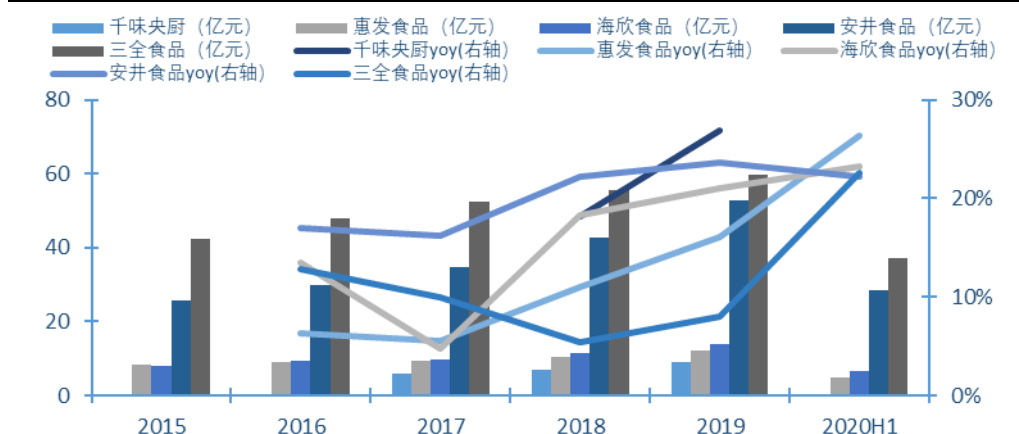
3. 三全产品结构持续优化，安井控费有效稳健增长

3.1. 三全营收常年领跑，安井营收差距加速缩小

三全食品：作为速冻米面的领跑者，基础雄厚，在餐饮渠道具有产能优势、冷链资源优势、研发优势，营业收入常年领先，2019 年实现营收 59.8 亿元，同比增长 8.1%，4 年 CAGR 为 9.0%，从 2018 年营收增速开启新一轮发力阶段，受疫情带来的红利影响，2020 上半年需求端业绩显著，预计 2020 年营收增速将会迎来新爆发阶段；

安井食品：在 2019 年实现营收 52.6 亿元，4 年 CAGR19.8%，位于行业领先水平，相较 2015 年实现营收翻番，从 2018 年开始增速保持相对稳定。公司加强新品、次新品的销售推广，加强生产技术改造，扩大产能，同时规模效应开始显现，有利于公司有效控制成本，未来公司将继续推进生产技术改造，持续提高产能；在销售层面加大新品、次新品的推广力度，经营能力稳健提升，销售规模增加，盈利能力将进一步增强；**千味央厨：**作为 2020 年刚上市的企业，千味央厨展现出其独特的潜力，2019 年实现营收 8.9 亿元，2018 至 2019 年营收增速保持在 18%至 26%的水平，2 年 CAGR22.4%，目前位居同比标的复合增长率第一。

图 68：2015-2020H1 冻品行业主要公司营收及其增长率对比

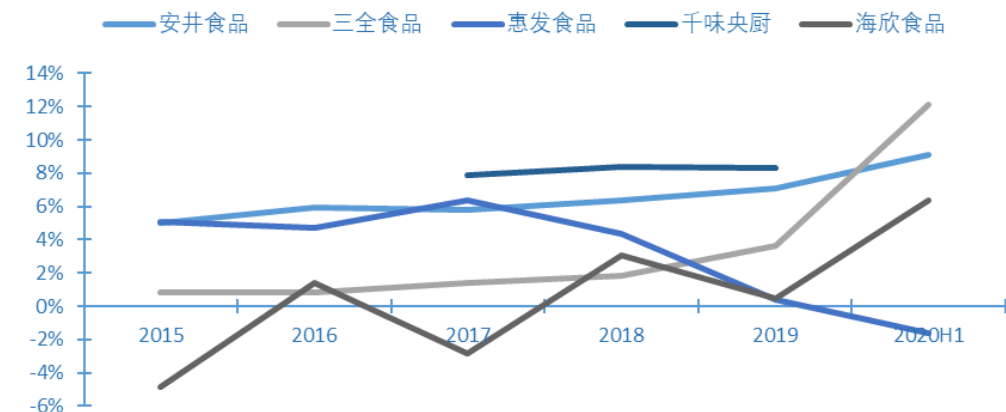


数据来源：公司公告，千味央厨招股说明书，东北证券

3.2. 千味央厨高效控费净利率亮眼，三全产品结构优化净利率回升

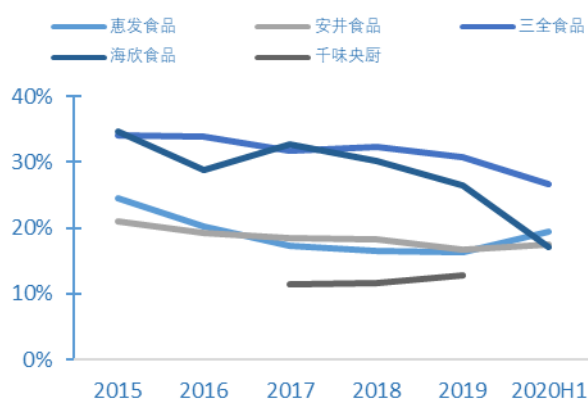
千味央厨：在餐饮供应链经过多年的自主创新和精耕细作，实现速冻面米制品与餐饮企业的无缝对接。期间费用率从 2017 年的 11.42% 上升至 2019 年的 12.85%，但仍处于可比标的最低水平，2019 年净利率达到 8.34%，同比下降 0.4%，但仍位居 2019 年净利率同比标的最高水平，盈利能力显著；**三全食品：**主打 C 端，毛利率常年维持在 35% 左右的平均水平，远高于可比标的公司，受疫情所带来的红利，销售期间费率下降，三全食品 2020 年上半年净利率达到 12.13%，实现大幅度增长；**安井食品：**BC 端双管齐下，通过“销地产”的工厂基地建设模式、阿米巴的内部管理模式以及规模效应的凸显，期间费用率从 2015 年的 21% 下降到 2019 年的 16.7%，盈利能力不断提高，从 2015 年开始净利率稳步上升，于 2019 年达到 7.29%，位居行业领先水平；**惠发食品：**近几年逐渐加大终端直销模式力度，重视终端直销，拓宽销售渠道，促使期间费用率逐年递减，从 2015 年的 24.4% 下降到 2019 年的 16.3%，毛利率也从 2015 年的 31.7% 下降至 2019 年的 17.67%。2019 年净利率为 0.42%，主要受原料价格上涨的影响。2020 年上半年受成本增加影响的余波仍未消退，上半年净利率为 -1.56%。

图 69：2015-2020H1 冻品行业主要公司净利率对比



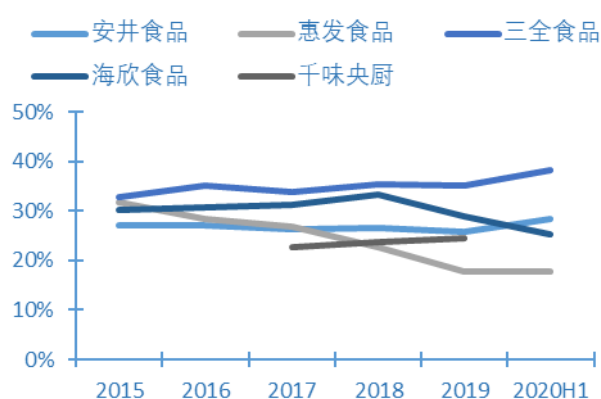
数据来源：公司公告，千味央厨招股说明书，东北证券

图 70：2015-2020H1 冻品行业主要公司费用率对比



数据来源：公司公告，千味央厨招股说明书，东北证券

图 71：2015-2020H1 冻品行业主要公司毛利率对比

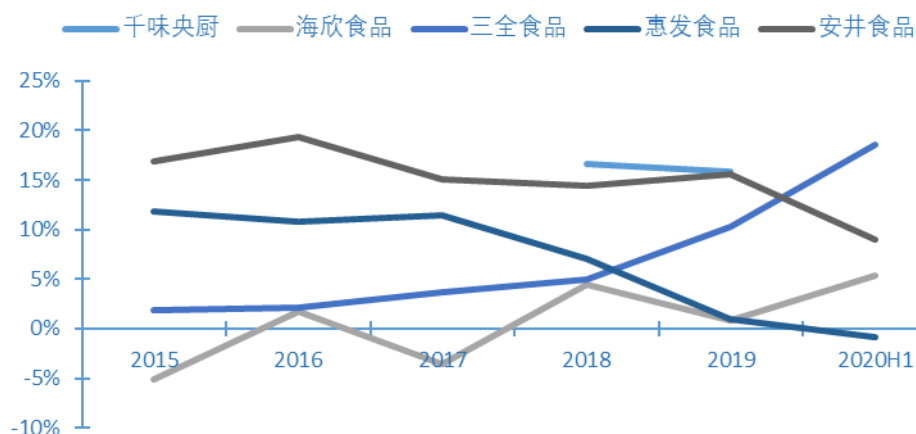


数据来源：公司公告，千味央厨招股说明书，东北证券

3.3. 安井投资回报率稳健，三全有望迎来新的价值发现

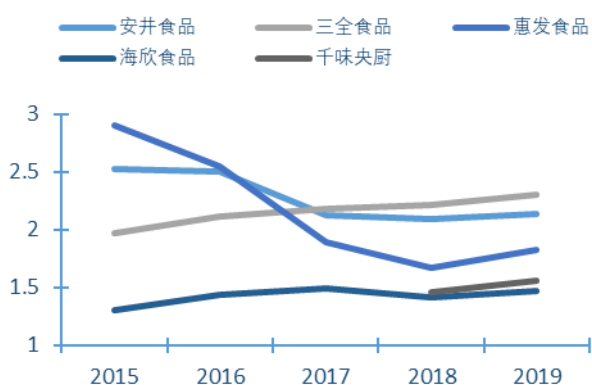
安井食品：在净资产收益率方面，近 5 年安井的 ROE 维持在 14.5%至 19.4%，这得益于公司不断优化的供应链管理从而推动生产、成本和渠道等多方优势，以此具备强力的上下游议价能力、生产调配能力以及管控力。近五年，安井不断降低权益乘数，从 15 年的 2.53 降至 2019 年的 2.13，减少负债占比，优化资本结构。资产周转率从 1.3 降至 1.0，系公司经营规模扩大，存货、固定资产相应增加所致，综合来看，预计安井在净资产收益率指数上将继续名列前茅；**三全食品：**ROE 从 2015 年的 1.87%增长至 2019 年的 10.25%，净资产收益率在短短 5 年间翻了五番，前期在生产基地和直营销售上的巨大投入已初见成效。权益乘数从 2015 年的 1.97 上升至 2019 年的 2.31，主要系公司加快全国化布局和兼并收购所致，2013 年三全收购龙凤食品，欲借助龙凤在华东市场的优势，与自身在东北、华北和西北形成区域重点市场上的互补，但三全和龙凤在产品线、销售管理团队有重合，且存在较大的企业文化差异，导致 2013 至 2016 年龙凤食品反而拖累了公司的业绩。经过三年的磨合期，2016 年终于开始扭亏为盈，随后三全乘胜追击，利润节节攀升。如今公司生产基地已覆盖全国，现代化的先进厂房设施，生产能力和装备水平均处于国内领先地位，成功覆盖了全国的直营销销售渠道，C 端销售网络已成功覆盖全国各省、市、县。预计三全的净资产收益率水平将有望进一步提升。

图 72: 2015-2020H1 冻品行业主要公司 ROE 对比



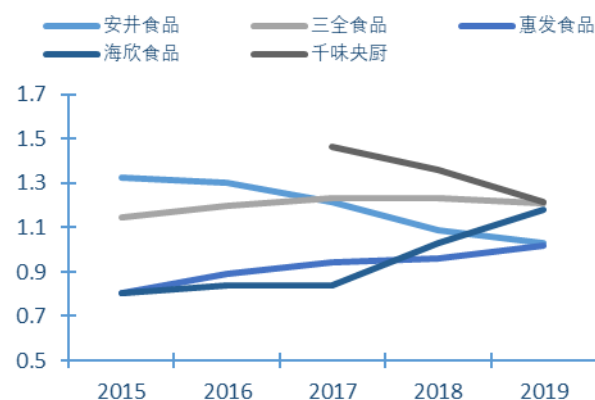
数据来源: 公司公告, 千味央厨招股说明书, 东北证券

图 73: 2015-2020H1 冻品行业主要公司权益乘数对比



数据来源: 公司公告, 千味央厨招股说明书, 东北证券

图 74: 2015-20H1 冻品行业主要公司资产周转率对比



数据来源: 公司公告, 千味央厨招股说明书, 东北证券

分析师简介:

李强：西南财经大学金融学硕士，电子科技大学金融学本科，现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员，南京证券股份有限公司研究员。具有 10 年证券研究从业经历，荣获 2019 年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第 1 名，2019 年 Wind 资讯金牌分析师第 5 名，2018 年每市食品饮料行业年度组合收益第 4 名，2018 年投研社最受机构欢迎分析师，2018 年进门财经百佳分析师，2018 年食品饮料研究 Wind 平台影响力排行榜第 7 名，2018 年度知丘杯金测奖最佳分析师第 3 名，2017 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第 2 名，“2016 年 Wind 资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第 1 名。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn